

REVISTA CEPAL • NUMÉRO HORS-SÉRIE

La crise financière internationale: nature et enjeux de politique économique

José Luis Machinea

Dans cet article, l'auteur analyse les origines de la crise financière internationale dont il attribue la principale responsabilité à l'instabilité du système financier. Si la politique monétaire appliquée au début de la présente décennie peut avoir contribué à créer la bulle immobilière, elle est loin d'en avoir été le facteur déterminant. Il affirme également que la fonction de contrôle de la hausse excessive du prix des actifs relève davantage de la politique de réglementation que du taux d'intérêt. C'est pourquoi il propose de créer un réseau d'institutions qui facilitent la mise en oeuvre de politiques financières anticycliques durant les périodes de prospérité. Par ailleurs, après avoir analysé les caractéristiques souhaitables des politiques économiques des pays développés, l'auteur se penche sur les répercussions de la crise internationale sur le compte courant des pays de la région et les difficultés rencontrées pour mettre en oeuvre des politiques anticycliques en l'absence d'un prêteur à l'échelle mondiale.

José Luis Machinea
Directeur de la Chaire Prebisch,
Université de Alcalá de Henares,
Espagne,
Ancien Secrétaire exécutif de la
CEPALC

✉ jl.machinea@uah.es

“a sound banker, alas, is not one who foresees danger and avoids it, but one who, when he is ruined, is ruined in a conventional way along with his fellows, so that no one can really blame him”.

John M. Keynes (1931)

“Most astonishingly, these now-doubtful techniques had previously been hailed as the cornerstones of modern risk management. Moreover, the turbulence proved greatest in countries whose supervision of credit risk had been thought to be the best in the world. Indeed, the regulatory standards and protocols of these countries were in the process of being emulated worldwide”.

Caprio, Demirgüç-Kunt y Kane (2008)

I

Introduction

Au moment d'écrire cet article, le monde est encore plongé dans une des pires crises économiques depuis le siècle dernier. L'épicentre a été l'effondrement financier des États-Unis, mais l'onde expansive a atteint le système financier d'une partie de l'Europe. Certes, l'histoire des crises financières remonte à plusieurs siècles et au cours des 200 dernières années, le monde a connu environ 300 crises de différentes ampleurs et caractéristiques mais, exception faite de la crise du début des années 30, aucune d'entre elles n'avait eu la profondeur et l'ampleur de la crise actuelle¹. Dans des conditions égales en termes d'interventions de politique économique, il est même probable que la crise actuelle soit encore beaucoup plus grave. Trois facteurs se conjuguent pour expliquer cette situation: l'ampleur du marché financier au sens large qui représente plusieurs fois le produit des pays développés (voir le tableau 1); la forte interconnexion existant entre les entités financières à l'échelon mondial et un degré sans précédent d'opacité du système financier.

Ces facteurs expliquent, du moins partiellement, comment une perte initiale estimée entre 300 et 400 milliards de dollars sur le marché des prêts hypothécaires à risque (*subprime*) des États-Unis s'est transformée en une crise de cette envergure. Jusqu'à présent, les pertes d'actifs résultant des crédits du système financier des

États-Unis sont estimées à plus de 2,2 mille milliards de dollars, mais le résultat final va dépendre de l'ampleur et de la durée de la récession.

La crise a elle-même engendré des pertes dans la valeur des actifs, en particulier lorsqu'ils sont associés au prix des actions et des logements, pour un montant équivalant à environ 25 pour cent de la richesse mondiale. Le graphique 1 illustre l'ampleur des pertes sur le marché boursier de New York par rapport à d'autres crises enregistrées au cours des 80 dernières années. À la fin du mois de décembre, les bourses des valeurs enregistraient des pertes de 40 à 45 pour cent dans les principales économies du monde et de plus de 60 pour cent dans le cas de la Chine. Cette chute de la richesse constitue, avec le climat d'incertitude, un des principaux facteurs responsables de l'aggravation de la récession.

La crise financière actuelle oblige à se poser différents types de questions qui vont de ses origines, ses particularités et des facteurs facilitateurs, aux mesures à prendre pour éviter une aggravation et la résurgence de crises similaires à l'avenir. Certains de ces aspects sont abordés dans cet article dont la section suivante sera consacrée à l'analyse des facteurs concomitants et déterminants des crises financières, et en particulier de la crise actuelle. Étant donné la controverse qui subsiste quant aux causes de cette crise, il nous a semblé utile de présenter (dans une troisième partie) quelques explications possibles qui s'avèrent souvent complémentaires. La quatrième section contient une analyse de certains éléments qui ont favorisé la crise et qui sont liés à un débat déjà ancien sur le risque moral et le risque systémique. La cinquième section envisage quelles seraient les mesures

□ L'auteur remercie Álvaro Díaz, J.M Fanelli, P. Gerchunoff, D. Heymann, D. Sotelsek et un évaluateur anonyme de leurs commentaires, ainsi qu'Andrés F. Herrera de son aide précieuse.

¹ Reinhart et Rogoff (2008) ont recensé plus de 300 crises financières de 1800 à nos jours. La fréquence de ces crises s'est intensifiée au cours des dernières décennies (Bordo et Eichengreen, 2001); Laeven et Valencia (2008) dénombrent 125 crises entre 1970 et 2007.

en matière de politiques anticycliques susceptibles de réduire l'ampleur et la durée de l'actuelle récession internationale, notamment la capitalisation des banques et la politique budgétaire. La sixième section est une description très schématique des répercussions de la

crise en Amérique latine, des difficultés rencontrées pour mettre en œuvre des politiques anticycliques, tout en soulignant l'importance de pouvoir compter sur un prêteur de dernier ressort à l'échelon mondial. La dernière section contient quelques réflexions.

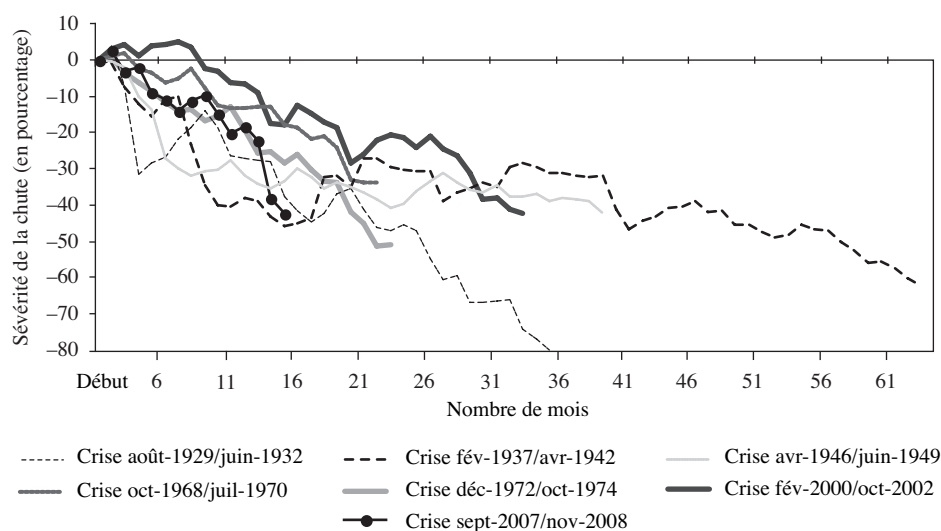
TABLEAU 1

Taille du marché financier: indicateurs choisis, 2007*(En milliards de dollars, sauf indication contraire)*

	PIB	Capitalisation boursière	Titres de créance			Actifs bancaires	Bons, actions et actifs bancaires	Bons, actions et actifs bancaires (pourcentages du PIB)
			Publique	Privée	Total			
Monde	54,5	65,1	28,6	51,2	79,8	84,8	229,7	421,1
U. européenne	15,7	14,7	8,8	19,4	28,2	43,1	86,1	548,8
Zone euro	12,2	10,0	7,6	15,4	23,0	30,1	63,5	520,1
Amérique du Nord	15,2	22,1	7,4	24,0	31,5	13,8	67,4	441,8
Canada	1,4	2,2	0,8	0,8	1,6	2,6	6,4	442,5
États-Unis	13,8	19,9	6,6	23,3	29,2	11,2	61,0	441,8
Japon	4,4	4,7	7,1	2,1	9,2	7,8	21,7	495,7

Source: Fonds monétaire international (FMI), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging - Macro-financial Implications and policy*, Washington, D.C., 2008.

GRAPHIQUE 1

Le marché des valeurs durant les crises financières des 80 dernières années*(Chute en pourcentage de l'indice Standard & poor's 500, ajustée sur l'inflation)*

Source: élaboration propre sur la base de *Financial Times*, Standard & Poor's y Shiller, R.J. (2000) *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.

II

Facteurs concurrents et déterminants des crises financières

1. Les facteurs concurrents

Toutes les crises financières se caractérisent par deux éléments: l'existence d'un système et, partant, d'un réseau par lequel les problèmes s'imbriquent et touchent de nombreux acteurs, et l'opacité de l'information qui fait que les différents acteurs ont différents niveaux d'information sur la qualité des actifs ainsi que sur les caractéristiques des passifs des intermédiaires financiers (information asymétrique).

Ces deux éléments ont été particulièrement importants dans la crise actuelle. Jamais le système financier n'avait été plus complexe et plus imbriqué qu'à l'ère actuelle de la globalisation financière. La preuve en est que, à la mi 2008, le marché des dérivés atteignait les 500 mille milliards de dollars, c'est-à-dire neuf fois le produit mondial². Qui plus est, l'opacité qui a caractérisé le système financier au cours de ces dernières années est elle aussi sans précédent. Les différents "véhicules" et dérivés sont devenus de plus en plus difficiles à comprendre et le vocabulaire de plus en plus énigmatique a fini par devenir un jargon réservé aux seuls spécialistes. Ceci a contribué à une perte graduelle de la transparence des opérations³.

En ce qui concerne le premier élément, l'exemple le plus parlant a été le renflouement de la première compagnie d'assurances du monde, American International Group (AIG), en octobre et novembre 2008. Cette intervention a permis d'éviter un problème de solvabilité de plusieurs entités financières dont les prêts étaient garantis par l'AIG par l'intermédiaire des swaps sur défaillance de crédits en question. La quantité et le montant des opérations assurées (aux environs de 450 milliards de dollars, dont 55 milliards correspondaient à des prêts hypothécaires à risque) et le montant du renflouement (150 milliards de dollars

au mois de décembre 2008) illustrent à quel point cette institution était insolvable.

La raison pour laquelle il a été décidé de venir en aide à une institution insolvable était d'essayer d'éviter une crise systémique, car AIG risquait d'entraîner plusieurs autres entités financières dans sa chute et de créer ainsi une situation de panique. Ce type de pratique ou d'autres pratiques similaires accroissent sans nul doute le risque moral, sujet sur lequel nous allons revenir plus loin.

Quant au deuxième élément, le rôle déterminant de l'information asymétrique dans la forte contraction du crédit observée dans les premières phases de la crise, soit parmi les entités financières, soit sur le marché des effets de commerce, ne peut surprendre personne. En effet, la première flambée du coût du crédit interbancaire a été enregistrée à la mi-août, après des mois de chute des prix des logements aux États-Unis et 15 jours après que plusieurs fonds spéculatifs (*hedge funds*) se soient déclarés en faillite, et ce, malgré l'injection de ressources considérables de la part des banques centrales (voir le graphique 2). Les institutions financières étaient les mieux placées pour connaître les caractéristiques des instruments utilisés de façon généralisée et pour savoir que ceux-ci rencontraient de plus en plus de difficultés, tout en étant conscientes de la complexité de tout processus d'évaluation du portefeuille d'autres entités.

En quelques semaines, l'information asymétrique a cédé la place à l'incertitude totale: lorsque surviennent des événements qui modifient radicalement la situation et anéantissent tout ce que les agents croyaient savoir, le problème ne réside pas seulement dans le fait que certains sont informés et d'autres pas, mais surtout dans celui que personne ne dispose de l'information nécessaire⁴.

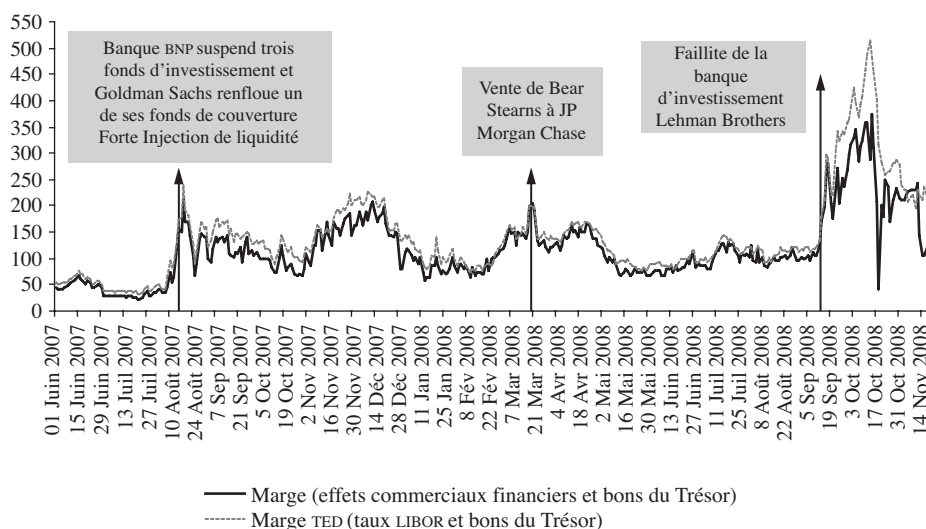
² Dont 55.000 milliards correspondaient à des swaps sur défaillance de crédit (*credit default swaps*).

³ Voir Mizen (2008), pour une description détaillée et une analyse des différents instruments et véhicules.

⁴ Bagehot a écrit: "In England, after a great calamity, everybody is suspicious of everybody, as soon as that calamity is forgotten, everybody again confides in everybody" (Bagehot, 1920, pp. 124 et 125).

GRAPHIQUE 2

Marge (spread) des taux d'intérêt (à trois mois): Libor, bons du Trésor et effets commerciaux financiers, 2007-2008
(En points de pourcentage de base)



Source: élaboration propre sur la base de données de la Réserve fédérale.

Note: libor = taux d'intérêt interbancaire de Londres, marge ted = écart entre le taux d'intérêt payé par les banques et la rentabilité des bons du Trésor.

2. Les facteurs déterminants des crises: essor, euphorie et caractère procyclique du crédit

S'il est vrai que les crises financières sont associées à l'existence de rapports d'interdépendance, de l'asymétrie de l'information et, finalement, d'une grande dose d'incertitude, on peut se poser la question de savoir pourquoi elles surgissent de façon récurrente. La réponse n'est pas simple, ce qui explique qu'il y ait différentes interprétations à ce sujet.

Pour certains, les crises financières découlent d'erreurs liées à l'intervention de l'État, soit à l'échelon micro-économique ou macro-économique, alors que pour d'autres, elles sont le résultat naturel du fonctionnement du système financier. Alors que les premiers estiment que l'initiative doit être laissée au marché, autant en ce qui concerne la prévention des crises que dans la recherche de solutions, les seconds insistent sur le fait qu'il est indispensable d'améliorer et souvent de modifier totalement la nature des réglementations afin d'éviter, ou pour le moins d'atténuer, le comportement procyclique du système. Comme cela est souvent le cas, la situation se caractérise par la coexistence de plusieurs facteurs et la crise actuelle n'est pas une exception en ce sens.

Nous considérons toutefois que certains sont plus importants que d'autres, raison pour laquelle nous allons les analyser ci-après.

a) Essor, euphorie et caractère procyclique du crédit

Une explication connue des périodes de prospérité et de crise économique, associée aux idées de Minsky et Kindleberger⁵, porte sur le comportement du système financier. Leur argument est que, à mesure que progresse la phase expansive du cycle, financée par une expansion du crédit, les agents sont de plus en plus confiants quant à la continuation de cette période de prospérité, ce qui se traduit par une augmentation de la demande et de l'offre de crédit. L'euphorie et l'expansion du financement provoquent une bulle des prix de tous ou de certains avoirs, donnant ainsi le sentiment que l'achat de ces avoirs, financé à l'aide du crédit, est une opération très rentable. Effectivement, à mesure que se poursuit l'expansion, la hausse des prix

⁵ À cet égard, voir Minsky (1972, 1975 et 1986) et Kindleberger et Aliber (2005). Bordo (2008) rappellent que cette explication émane de la tradition de l'économie monétaire du XIXe siècle, consolidée par Irving Fisher (1933).

sera, dans un nombre croissant de cas, la seule façon de payer le crédit. Reprenant les termes de Minsky, “un régime caractérisé par l’existence et l’attente du maintien des gains en capital est une ambiance propice au financement spéculatif et à la Ponzi”⁶.

L’expansion du crédit, souvent observée dans le contexte d’une politique monétaire laxiste, se renforce durant la phase d’expansion grâce à un effet de levier accru du système financier, c’est-à-dire par l’augmentation du rapport entre les actifs et le patrimoine⁷. Historiquement, ce phénomène a été le résultat d’innovations moins gourmandes en capital,

y compris l’apparition de nouveaux intermédiaires, entraînant un recul de la participation des banques de dépôt dans le secteur financier. Le cas extrême est celui des États-Unis, où les actifs financiers aux mains des banques de dépôt traditionnelles représentent moins de 25 pour cent du total des actifs des institutions financières (voir le graphique 3)⁸.

L’effet de levier accru affaiblit le système financier, car le capital est de plus en plus exposé à de petites pertes des actifs. Étant donné que la variation de l’effet de levier est procyclique, celui-ci atteint sa valeur maximale lorsque le prix des actifs commence à baisser. C’est donc à ce stade que s’intensifient les effets de la chute des prix et, partant, de la réduction de la capacité de

⁶ Minsky (2008) p. 210, traduction libre de l’auteur. Il est question de financement spéculatif lorsque les revenus ne permettent que le remboursement des intérêts et non pas du capital; et de financement à la Ponzi, lorsque les revenus sont insuffisants pour rembourser et le capital et les intérêts. Dans les deux cas, les gains en capital sont essentiels pour “survivre”.

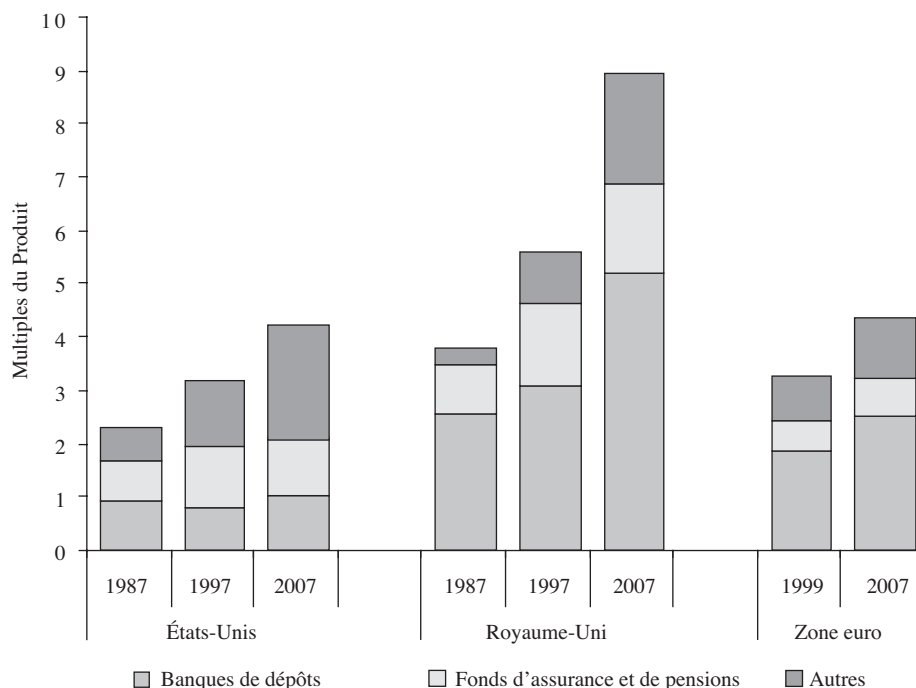
⁷ Cet effet de levier accru observé par Minsky dans la phase d’expansion du cycle a été corroboré par Reinhart y Rogoff (2008).

⁸ Malgré la dimension inédite d’autres intermédiaires financiers, l’existence et l’importance de ces derniers sont bien connues. Il y a 100 ans, les difficultés des fonds fiduciaires (*trust funds*) et des agents boursiers ont été les facteurs clés pour expliquer les moments les plus critiques de la crise financière de 1907 et son issue favorable (Bruner et Carr, 2007)

GRAPHIQUE 3

Taille et distribution des actifs financiers

(En multiples du produit)



Source: Fonds monétaire international (FMI), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and policy*, Washington, D.C., 2008.

paiement des débiteurs; l'impact sur la solvabilité du système en est donc fortement accentué.

Les problèmes de solvabilité sont encore accentués par une autre caractéristique de la période d'expansion. Étant donné que les taux d'intérêt à court terme sont généralement inférieurs à ceux à long terme, les entités financières financent généralement l'optimisme de la période de prospérité par une augmentation de leurs engagements à court terme. Un décalage excessif les rend très vulnérables aux changements d'humeur du marché, car les investisseurs tendent à réduire leur financement dès qu'ils commencent à observer des difficultés liées à la qualité des actifs. Le manque croissant de liquidités compromet la solvabilité du système pour autant que les entités doivent "brader" les actifs pour pouvoir honorer leurs engagements. L'ampleur de l'impact de ce phénomène sur la solvabilité dépend de plusieurs facteurs, entre autres de la taille de la bulle et de l'existence d'un prêteur de dernier ressort capable de résoudre les problèmes de liquidités et d'éviter une dégringolade des prix des actifs.

Minsky estime que l'instabilité est une caractéristique du capitalisme financier moderne associée à des attentes généralement nourries par les expériences du passé, ce qui favorise l'apparition de comportements spéculatifs et de type Ponzi. Dès lors, pourquoi les périodes de prospérité ne débouchent-elles pas toutes sur des crises, comme semble l'indiquer la logique du modèle? Il existe plusieurs réponses à cette question, qui vont de la taille de la bulle aux éléments déclencheurs des crises; mais un facteur particulièrement important est l'existence, durant les périodes de récession, de politiques anticycliques qui se manifestent par des déficits budgétaires plus élevés (en partie par le jeu des stabilisateurs automatiques) et le financement du système financier dont le rôle va généralement au-delà de celui du prêteur de dernier ressort. Ce type de politiques permettrait d'éviter une aggravation de la récession et l'apparition d'épisodes de panique. À cet égard, Minsky met en garde contre la tendance constante à une libéralisation excessive du système financier et à une participation croissante d'autres intermédiaires financiers qui pourraient compromettre cette capacité des politiques anticycliques⁹.

Cette vision des choses, qui dépend de la formation d'attentes basées sur le passé récent, n'a qu'un rapport très lointain avec celle des attentes rationnelles; qui

plus est, il est difficile d'imaginer, dans le cadre de ces dernières, des variations si brusques dans le comportement des agents économiques, telles qu'elles sont observées dans les crises, en particulier lorsque ces modifications des attentes n'obéissent pas à des changements significatifs dans la conduite escomptée du secteur public.

b) *La crise de 2007-2008*

La théorie analysée ci-dessus explique assez bien le comportement du marché financier au cours de ces dernières années et, en particulier, l'envolée des prix des logements aux États-Unis et dans plusieurs pays européens (voir le graphique 4). La baisse du prix des logements a été le facteur qui a déclenché la crise en mettant en évidence la mauvaise qualité des crédits hypothécaires à risque (*subprime*) qui, en 2006, représentaient un montant annuel de 600 milliards de dollars, équivalant à 20 pour cent du total des crédits hypothécaires de ce pays. À mesure que baissaient les prix, le phénomène touchait le segment à non-risque ("no subprime") du marché hypothécaire.

Pour rendre la situation encore plus complexe, à l'euphorie qui accompagne généralement les périodes de prospérité se sont ajoutés les modèles utilisés pour évaluer le risque. Ceux-ci présentaient deux types de déficience: d'une part, ils étaient basés, dans plusieurs pays, mais surtout aux États-Unis, sur l'information des cinq dernières années, laps de temps trop bref, car il peut ne refléter qu'une phase du cycle; d'autre part, ces modèles partaient de l'hypothèse que les actions auxquelles ils servent de base n'ont pas d'incidence, tout comme en physique, sur les variables qu'ils cherchent à prédire. Ceci a donc renforcé les mouvements "moutonniers" et rendu impossible la distinction entre les variations ponctuelles et les mouvements systémiques. En d'autres termes, les crises ne peuvent être expliquées par des modèles de risque qui supposent que le monde est stationnaire: en effet, durant les périodes de crise, les paramètres qui définissent les processus stochastiques ne sont pas stables et les modèles basés sur ce processus sont donc impuissants à calculer les risques (Fanelli, 2008 et Heymann, 2007)¹⁰.

Il est clair que la supervision a été inadéquate, non seulement parce que les autorités n'ont pas exigé la mise en place de modèles fondés sur des hypothèses plus raisonnables, mais aussi parce qu'elles ont permis

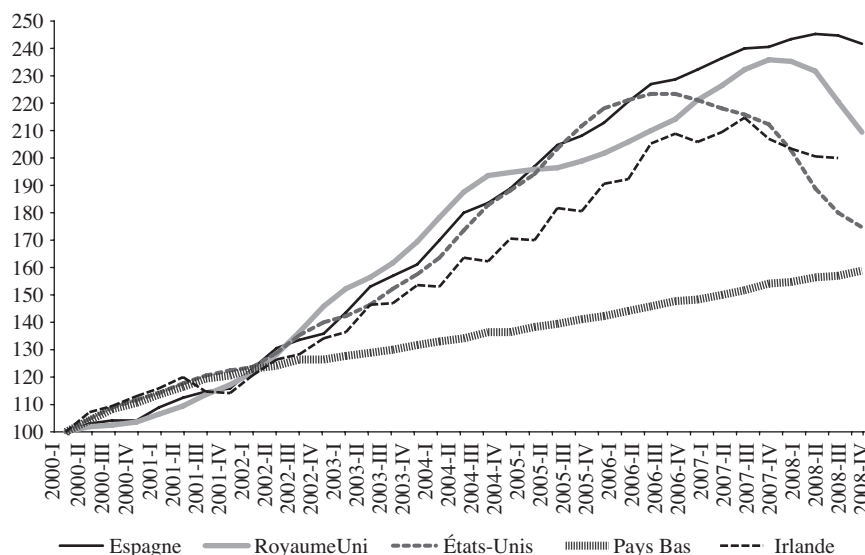
⁹ À cet égard, voir Minsky (1986, chap. 2, 3 y 4) et l'excellente introduction de Papadimitriou et Wray à l'édition 2008 de Minsky.

¹⁰ Pour une étude et une évaluation de l'utilisation des modèles de risque, voir Sotelsek et Pavón (2008).

GRAPHIQUE 4

Pays choisis: évolution du prix des logements, 2000-2008

(Données trimestrielles: 2000-I = 100)



Source: élaboration propre sur la base de données du Ministère du logement d'Espagne, la Banque d'Angleterre, Standard and Poor's, Statistics Netherlands et le Department of the Environment, Heritage and Local Government d'Irlande.

l'utilisation de certains stratagèmes permettant de prendre des risques excessifs et d'accroître l'effet de levier¹¹. Cette supervision déficiente peut être attribuée à plusieurs facteurs: des contraintes en termes de salaires et de capacités au sein des organismes pertinents, à la tentative de favoriser la concurrence mondiale des entités financières locales. Néanmoins, le facteur le plus déterminant a été l'application d'une approche qui a contribué à accroître l'autoréglementation en donnant la priorité à la responsabilité des entités financières qui, en l'occurrence, ont choisi les modèles qui répondaient le mieux à leur stratégie d'expansion.

C'est à la mi 2007, lorsque la chute du prix des logements a commencé à compromettre les actifs des intermédiaires financiers et à créer un climat de nervosité sur les marchés, que l'autre facteur mentionné plus haut a acquis une importance particulière, à savoir la volatilité du financement bancaire résultant de la substitution des dépôts par des placements sur les marchés financiers et, pire encore, par des effets de

commerce à court terme¹². En fait, l'importance des dépôts dans les exigences des banques suivait une tendance à la baisse depuis plusieurs décennies: en 1980, ceux-ci représentaient 70 pour cent des passifs et 40 pour cent seulement en 2008 (FMI, 2008b).

Cette nouvelle tendance à recourir aux marchés monétaires (*money markets*) et aux marchés financiers s'explique par les facilités associées à l'obtention de crédits pour des sommes élevées sans avoir de coûts administratifs (entre autres, succursales, salaires et publicité). Lorsqu'à cette tendance se greffe ladite titrisation (*securitization*) des hypothèques, la donne est complète: elle permet d'éviter le "problème des dépôts", de renforcer l'effet de levier et de se soustraire à la responsabilité en matière de qualité des crédits¹³.

¹¹ L'exemple le plus clair de ce type de pratique est l'utilisation des conduits ou "*special investment vehicles (siv)*".

¹² Un cas paradigmatique de cette tendance a été celui de la banque Northern Rock, nationalisée en septembre 2007. Voir Milne et Wood (2008).

¹³ Dans les opérations impliquant des SIV, les banques s'engageaient généralement à fournir des liquidités ou à reprendre le crédit en cas de problème de solvabilité; par conséquent, les entités qui avaient lancé l'opération se retrouvaient avec une responsabilité susceptible de les affecter. En outre, dans certains cas de ce type d'investissement, les agents ont fini par acheter les obligations initialement vendues par la banque qui en était propriétaire (Mizen, 2008).

Un dernier commentaire s'impose sur la distorsion des mesures incitatives dans l'octroi de crédits résultant de la titrisation de l'actif. Le fait que l'élément central de la diversification du risque ne soit plus la banque mais le marché présente des avantages certains en termes de liquidité et permet également de diversifier le risque au-delà d'une zone géographique déterminée, y compris les frontières du pays en question. Cette démarche implique que l'information soit suffisamment transparente pour que les investisseurs soient au courant des risques du "paquet forfaitaire" qu'ils achètent, principe qui a été loin d'être appliqué. En outre, le fait de remplacer la banque par le marché oblige à se poser certaines questions car si tous les produits étaient ainsi "préemballés", quel serait l'avantage de connaître le client qui était un des principaux facteurs du développement des banques ? Et si la connaissance des clients n'a aucun effet sur la rentabilité d'une entité financière, où serait l'incitation à accorder de bons crédits ?

Le sentiment que quelque chose ne tournait pas rond dans les actifs de certaines entités financières, en particulier les actifs adossés à des hypothèques de mauvaise qualité, s'est manifesté dans toute son

intensité entre mai et août 2007 lorsque plusieurs fonds spéculatifs (*hedge funds*) ont connu de fortes pertes et lorsque les agences de notation du risque ont réduit la classification des obligations garanties par des hypothèques à qualité variable. L'incertitude a gagné le marché des effets de commerce à court terme adossés à des actifs qui, en quelques mois, ont été réduits de moitié (voir le graphique 5). Ceci a eu pour conséquence une forte réduction de la liquidité de toutes les banques qui avaient eu recours à ce marché, indépendamment de la qualité du portefeuille de chacune d'elles. Tout comme les problèmes de solvabilité de certaines entités financières avaient eu des effets néfastes sur la liquidité du système, d'abord en raison de l'asymétrie de l'information et ensuite, de plus en plus, à cause du climat généralisé d'incertitude, le manque de liquidités a aggravé les problèmes de solvabilité de ces entités.

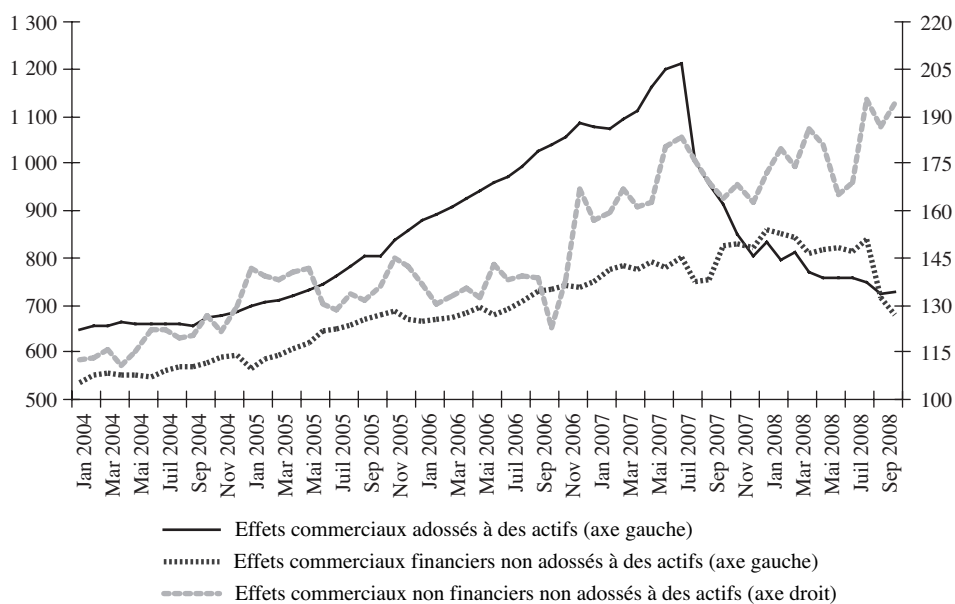
En résumé, le levier excessif, l'accroissement des passifs à court terme et l'importance croissante des entités financières non soumises à une réglementation adéquate ont formé un cocktail explosif.

Pour finir, un commentaire sur les rémunérations des cadres supérieurs des banques, en particulier dans le

GRAPHIQUE 5

Effets commerciaux adossés à des actifs et effets commerciaux financiers et non financiers non adossés à des actifs

(Milliards de dollars, données mensuelles désaisonnalisées)



Source : élaboration propre sur la base de données de la Réserve fédérale.

monde développé¹⁴. Au cours de ces dernières années, ces rémunérations étaient associées aux bénéfices obtenus à court terme et, dans bon nombre de cas, à la quantité d'opérations réalisées. Les différents "véhicules" et l'effet de levier croissant favorisaient les gains de rentabilité à court terme et, donc, des rémunérations, quelle qu'en soit l'incidence à moyen et à long terme. Qui plus est, les recettes des agences de notation de risque dépendaient des intermédiaires qui sollicitaient leur évaluation pour placer leurs instruments, grâce à quoi celles-ci étaient à la fois juges et parties au processus. Au vu des résultats, il semblerait qu'elles aient été plus partie que juge.

La rémunération des cadres supérieurs et le rôle des agences de notation de risque ont été plus qu'utiles à un modèle basé sur la prise excessive de risque. Ces éléments ne peuvent certes être tenus pour responsables d'avoir provoqué la bulle et la crise financière, mais ils l'ont sans nul doute exacerbée à des niveaux sans précédent.

Comme cela est généralement le cas, la crise financière actuelle n'est pas le résultat d'un seul facteur. Qui pourrait prétendre que la politique de maintien de faibles taux d'intérêt pendant une période trop prolongée entre 2001 et 2004 n'a pas eu d'effet sur la situation postérieure? Avant de nous pencher sur cet aspect, et bien d'autres, de la responsabilité des politiques économiques dans la crise, un bref commentaire s'impose sur, précisément, le manque d'incitation à l'application de politiques anticycliques durant la période de prospérité.

c) *L'économie politique de l'essor "perpétuel"*

Durant une période de prospérité économique, le caractère procyclique du crédit, la croissance du produit au-delà de la tendance et la bulle du marché des actifs, en particulier du prix du logement, sont des éléments considérés comme positifs. Il est donc difficile de trouver des détracteurs à ce processus. Les banques ne sont pas les seuls agents à être satisfaits, mais également les chefs d'entreprise qui constatent une augmentation de leur demande et peuvent accéder à des crédits moins chers, sans oublier ceux qui peuvent

accéder à leur premier ou deuxième logement et les détenteurs d'actifs qui observent avec satisfaction l'accroissement constant de leur richesse. Dans ce contexte, le gouvernement en place ne peut que jubiler: grâce à la situation économique, une majorité de la population approuve sa gestion, ce qui lui donne de bonnes chances de gagner les élections. Dans ces circonstances, qui oserait jouer les trouble-fêtes?

Certains analystes ne manqueront pas de formuler certaines objections, mais nombreux seront ceux qui écriront des articles byzantins démontrant que l'accroissement de l'activité économique au-delà de la tendance obéit au fait que le changement technologique a provoqué des gains plus ou moins permanents de productivité; que le prix des propriétés immobilières reste faible, compte tenu des variations de la demande des familles qui ont décidé d'avoir deux logements ou, comme cela a été souligné à maintes reprises dans plusieurs pays en développement, que le prix des propriétés immobilières reste beaucoup plus faible qu'à Paris ou à Rome! De même, certains ne manqueront pas de justifier le déficit élevé du compte courant en affirmant que celui-ci "est le résultat" de la forte demande d'investissement (même si celle-ci est orientée vers des biens non échangeables) ou qu'il correspond à l'augmentation de l'épargne du reste du monde que quelqu'un "doit bien" absorber pour maintenir l'équilibre mondial.

En définitive, durant les périodes de prospérité, l'économie politique favorise les excès. Le fait que les demandes pressantes d'application de politiques anticycliques soient si fréquentes dans les périodes de récession et si rares dans les phases d'expansion du cycle n'est pas une coïncidence. C'est pourquoi il y a des raisons de mettre en doute la capacité des autorités de réguler les cycles¹⁵. Le plus sage semble être de réduire leur marge de manœuvre en introduisant certaines règles anticycliques. Certes, nous n'ignorons pas que ces mesures seront certainement difficiles à imposer, mais elles sont toutefois nécessaires dans la présente conjoncture.

¹⁴ Il y a 40 ans, Galbraith (1967) mettait déjà en garde contre l'importance croissante acquise par les cadres supérieurs qui poursuivent des objectifs différents de ceux des actionnaires.

¹⁵ Voir, par exemple, Gerchunoff (2008, p. 1), qui a signalé qu'"il est possible, à partir de l'étude de ces déficiences, de tirer des enseignements pour l'avenir mais les crises sont inhérentes à un monde capitaliste qui repose sur les esprits animaux ou *animal spirits* et à un monde démocratique qui repose sur l'espoir de progrès social".

III

Une autre explication: les erreurs des politiques monétaire et financière

Deux types d'arguments mettent en exergue les erreurs de la politique économique en tant que facteurs explicatifs des crises financières. Les premiers font ressortir le rôle de la gestion de la politique monétaire, et les deuxièmes, s'appuyant sur des facteurs micro-économiques, soulignent celui du réseau de sécurité, implicite ou explicite, du système financier qui atténue le coût de la crise pour les différents agents (banques et investisseurs).

1. La politique monétaire

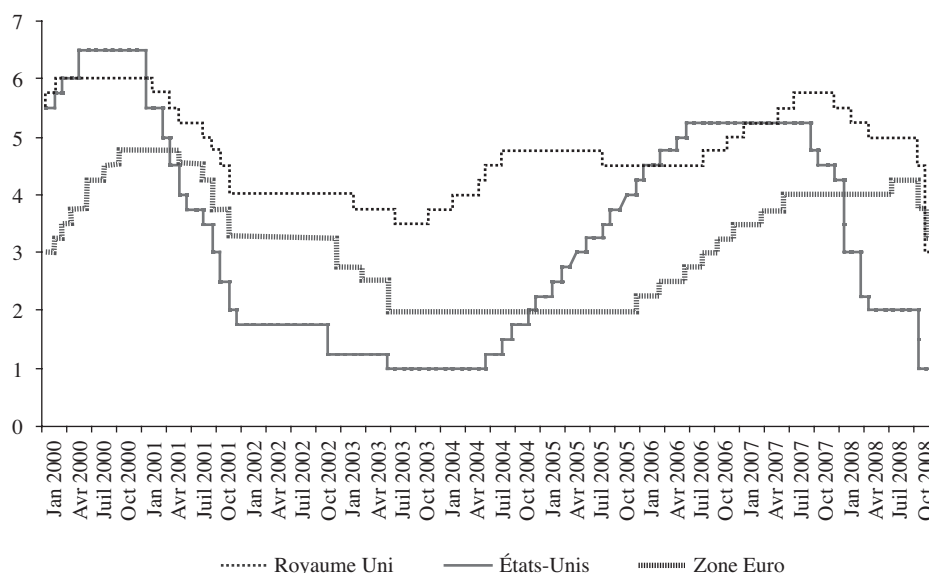
Selon les tenants de cette hypothèse, la crise actuelle obéit à la politique monétaire excessivement expansive mise en œuvre par la Réserve fédérale à partir de la fin 2001 jusqu'à décembre 2004, laquelle s'est manifestée par des taux d'intérêt inférieurs à 2 pour cent pour les fonds fédéraux. Certes, l'Union européenne et le

Royaume-Uni ont appliqué une politique similaire, mais la réduction des taux a été beaucoup moins marquée et a été appliquée sur un laps de temps plus court (voir le graphique 6).

D'un point de vue plus structurel, certains peuvent considérer que la politique des faibles taux d'intérêt a été le résultat d'un excès de fonds "prêtables" sur le marché international qui découlait de: 1) la politique appliquée par la Chine pour maximiser les exportations et accumuler des réserves internationales, 2) la politique d'auto assurance pratiquée par le Brésil, la Chine, la Fédération de Russie, la République de Corée et plusieurs pays en développement, moyennant l'accumulation de réserves, et 3) la politique d'accumulation de ressources dans des fonds souverains des pays pétroliers. Cet accroissement de l'épargne dans le "reste du monde" serait la contrepartie du faible taux d'épargne appliqué par les États-Unis et expliquerait le déficit du compte

GRAPHIQUE 6

Taux d'intérêt sur les opérations de marché libre appliqués par la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne et la Bank of England, 2000-2008
(Pourcentages)



Source: préparé par l'auteur sur la base de données de la Bank of England, la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne.

courant de ce pays qui, d'une façon assez surprenante, a ainsi réussi à combiner une réduction de l'épargne et une diminution des taux d'intérêt (Roubini, 2005, et Eichengreen, 2005). Cette interprétation est certes correcte quant à l'abondance de fonds "prêtables" sur les marchés internationaux, mais elle doit toutefois être nuancée, car, États-Unis exclus, le taux d'épargne n'a pas augmenté à l'échelle mondiale; en effet, la hausse observée dans les pays mentionnés a été compensée par la diminution de l'épargne dans le reste du monde, en particulier au Japon et en Europe. En outre, dans le reste de l'Asie, à l'exception de la Chine, le constat, au cours des dernières années, est que "le surplus d'épargne" a essentiellement obéi à un recul de l'investissement¹⁶.

Pour des raisons structurelles, ou de politique monétaire, ou les deux, les faibles taux d'intérêt ont été favorables à une expansion excessive du crédit. Cependant, cet argument doit lui aussi être nuancé. En premier lieu, comme l'indique le graphique 6, bien que la réduction des taux appliquée par les banques centrales européenne et du Royaume-Uni ait été inférieure à celle décrétée par la Réserve fédérale, plusieurs pays européens ont eux aussi connu une bulle des prix des logements. En outre, le fait qu'il y ait eu moins d'hypothèques *subprime* en Europe qu'aux États-Unis obéit peut-être au fait qu'il existait une réglementation plus adéquate ou, probablement, que la plus grande complexité du marché hypothécaire des États-Unis a contribué à "épuiser" les possibilités d'hypothèques *prime* plus tôt que dans d'autres pays.

En deuxième lieu, la crise actuelle ne peut être imputée à une restriction de l'offre monétaire, comme l'ont signalé Friedman et Schwarz (1963) à propos de la période 1929-1932. Même si, tout comme dans cette dernière période, le multiplicateur bancaire a connu une forte réduction, celle-ci a été largement compensée par l'augmentation de la base monétaire¹⁷.

Finalement, il est légitime de se demander si le maintien à la baisse des taux d'intérêt à court terme pendant une période relativement longue peut avoir provoqué la bulle des prix des logements et la crise qui a

suivi. Ce phénomène a sans doute joué un certain rôle, en particulier parce qu'il peut avoir suscité des attentes quant au fait que la politique monétaire n'allait pas "permettre" une récession et que, par conséquent, le prix de certains actifs resterait à la hausse. Toutefois, la réduction des taux d'intérêt à moyen et à long terme a été nettement plus discrète (voir le graphique 7) et il semble donc illogique qu'une entité financière décide d'accorder un prêt hypothécaire à 30 ans pour la seule raison que le taux d'intérêt à court terme est très faible. Peut-être s'agissait-il d'assurer trois ans de faible taux pour les crédits hypothécaires afin de susciter l'enthousiasme d'acheteurs néophytes en matière financière, mais il est peu plausible que les institutions financières aient extrapolé cette conjoncture à moyen et à long terme. Ou peut-être a-t-on estimé que les faibles taux d'intérêt ne faisaient pas partie de la politique anticyclique et que, par conséquent, ils n'augmenteraient pas dans la phase d'expansion du cycle? D'ailleurs, pourquoi l'expansion du crédit s'est-elle poursuivie en 2005 et durant une grande partie de 2006, alors que la Réserve fédérale relevait les taux d'intérêt en toute hâte, signifiant clairement que la période de taux faible était révolue? La réponse à cette question réside, plus que dans la politique monétaire, dans le fait que l'encouragement à accroître les crédits n'était pas la rentabilité à long terme de l'entité financière, mais le bonus de fin d'année ou par opération effectuée.

En résumé, il n'est pas impossible que le maintien de faible taux d'intérêt pendant une période assez longue ait eu une influence sur le comportement des différents agents, mais on ne peut pour autant affirmer que ce facteur ait été à l'origine de la bulle qui s'est produite sur le marché hypothécaire des États-Unis et dans plusieurs pays européens. Quoi qu'il en soit, l'erreur de la politique économique appliquée en cette période a été de ne pas agir conformément à "l'exubérance irrationnelle des marchés", même s'il n'est pas sûr que ceci ait été le rôle de la politique monétaire.

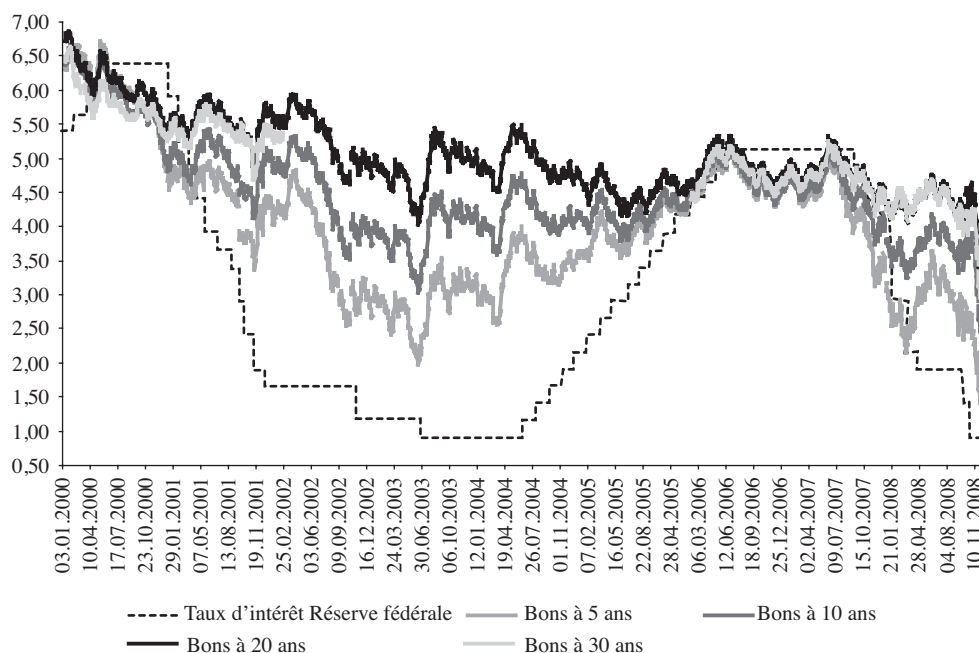
En effet, si le taux d'intérêt a déjà pour objet de contrôler le taux d'inflation et, du moins aux États-Unis, de réguler le niveau d'activité économique, il serait quelque peu exagéré de lui confier la tâche additionnelle de superviser la bulle des prix des actifs. Il eût été plus raisonnable d'avoir recours à un autre instrument, le plus évident étant l'adoption de mesures de régulation du système et, en particulier, d'exigences plus importantes de capital durant la période d'expansion.

¹⁶ Voir Eichengreen (2005).

¹⁷ Dans les années 30, la diminution du multiplicateur obéissait à une augmentation de la demande de liquidité par rapport aux dépôts bancaires (Bernanke, 2000), alors que dans la crise actuelle, elle est le résultat d'un accroissement considérable des réserves accumulées par les banques. En juillet 2008, aux États-Unis, les réserves représentaient 5,4 pour cent pour cent de l'argent liquide aux mains du public, chiffre qui est passé à 79,3 pour cent pour cent en novembre 2008.

GRAPHIQUE 7

États-Unis: taux d'intérêt des opérations sur marché libre de la Réserve fédérale et rentabilité des bons du Trésor
(En pourcentages)



Source: élaboration propre sur la base de données de la Réserve fédérale.

2. Le réseau de sécurité

Le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale avancent une deuxième explication à propos de l'application de politiques publiques erronées. L'idée centrale est que la présence "excessive" de réseaux de sécurité publique empêche le marché d'exercer un effet de discipline et facilite, de ce fait, l'apparition d'attitudes trop risquées. Trois analystes de la Banque mondiale (Caprio, Demirgüç-Kunt et Kane, 2008) appliquent cette même idée à l'explication de la crise actuelle en affirmant que l'un des problèmes de cette crise a été le décalage entre le rythme des innovations financières et des régulations et une supervision inadéquates. Cependant, fidèles à la tradition des documents de la Banque mondiale, ils mettent l'accent sur l'existence de subventions explicites ou implicites qui sont accordées par le biais du réseau de sécurité des différents pays.

Les crises seraient donc la conséquence d'une structure d'incitations qui encouragent l'idée selon laquelle, en cas de difficulté, les autorités viendront au secours des actionnaires et des investisseurs des entités financières. En d'autres termes, les risques

excessifs assumés durant les périodes de prospérité s'expliquent par le fait que les acteurs sont convaincus qu'ils ne risquent pas d'être pénalisés par le marché grâce à la présence "providentielle" du secteur public. Ce phénomène est connu comme risque moral ou aléa de moralité¹⁸.

Un exemple de cette situation serait, selon les auteurs, le renflouement de Bear Stearns durant la dernière période de crise, alors qu'il s'agissait en fait de problèmes d'insolvabilité, auquel cas, suivant la logique des auteurs, la solution adéquate aurait été la liquidation de Lehman Brothers¹⁹. Dans le

¹⁸ Dans un monde d'attentes rationnelles et d'équivalence ricardienne, les différents agents économiques, s'ils s'attendent à une opération de renflouement (*bail out*) du secteur public, devraient réduire leurs dépenses d'un montant similaire au coût de l'intervention publique, c'est-à-dire à l'augmentation de la dette et, ce faisant, des impôts futurs. En d'autres termes, le risque moral va encourager à prendre davantage de risques tout en générant une réduction de la demande, deux conséquences qui, à la longue, pourraient se compenser, du moins sur le plan de leurs effets sur le cycle.

¹⁹ Bordo (2008) formule un argument similaire. L'impact sur le risque moral est toutefois difficile à appréhender dans le cas des actionnaires, deux-ci ayant perdu un peu plus de 90 pour cent de la valeur de leurs actions un an avant.

cadre de cette hypothèse, il conviendrait non pas de diminuer la prise de risque à l'aide de réglementations mais de s'en remettre au marché qui se chargera de pénaliser ceux qui commettent des erreurs, ce qui impliquerait de réduire la taille du réseau de sécurité, explicite ou implicite.

Ce débat se centre sur deux concepts, à savoir le risque systémique et le risque moral. D'une manière générale, l'apparition de risques systémiques découle de l'absence d'une information parfaite sur la solvabilité et la liquidité des entités financières; ces risques peuvent toutefois surgir en présence de cette information parfaite, car "il peut sembler rationnel de retirer les dépôts d'une entité financière solvable en cas de doutes quant à une éventuelle perte de solvabilité de celle-ci si les autres déposants "se ruent" sur ces entités pour effectuer des retraits massifs de dépôts.

Il existe dans ce cas des attentes rationnelles conditionnées par le comportement des autres agents dont on ignore le niveau d'information" (Machinea, 2002, p. 14).

L'histoire démontre qu'après la crise de 1930, il est rare de trouver des situations de crise financière aiguë qui n'aient pas débouché sur une intervention significative des autorités économiques²⁰. En d'autres termes, la priorité a été accordée au risque systémique plutôt qu'au risque moral (Goodhart, 1999). La raison en est évidente: une crise systémique peut entraîner des coûts considérables en termes de chute du produit et d'augmentation du chômage, alors que les coûts associés au risque moral semblent moins graves ou, en tout cas, plus lointains. En outre, deux stratégies sont généralement appliquées pour atténuer le risque moral des interventions publiques, à savoir appliquer "une discrétion constructive" et éviter le renflouement des actionnaires des banques. La première de ces stratégies implique que la banque centrale n'affiche

pas de façon explicite sa politique vis-à-vis des entités financières qui connaissent des problèmes.

Cependant, la stratégie consistant à atténuer le risque moral en pénalisant les actionnaires présente l'inconvénient que, dans plusieurs grandes entités financières, la direction est souvent assez indépendante. Ainsi, les cadres supérieurs qui reçoivent des primes extraordinaires liées aux gains à court terme ne sont généralement pas touchés par la pénalisation appliquée aux actionnaires.

En résumé, conformément à ces deux principes, il semble peu probable que les banquiers et les investisseurs assument autant de risques quand la probabilité d'un renflouement est nettement inférieure à 1 et que les gains doivent être pondérés par rapport à une perte de 100 pour cent du capital.

À cet égard, certains soutiennent que si le risque systémique découle de l'asymétrie de l'information, le problème peut être résolu par le biais d'une plus grande transparence, de sorte que les ruées sur certaines entités financières ne soient plus le résultat de la confusion des épargnants vis-à-vis de la solvabilité de ces entités, mais des effets d'épuration du marché²¹. Compte tenu des coûts impliqués par l'obtention de l'information individuelle et son interprétation, il conviendrait de faire appel à des spécialistes qui présenteraient de nettes économies d'échelle. Tel devrait être la fonction, par exemple, des agences de notation du risque. Le rôle joué par celles-ci dans plusieurs crises récentes, mais surtout dans la crise actuelle, nous dispense de la nécessité d'approfondir le sujet.

Il faut mentionner que, dans les années 90, plusieurs pays de la région ont considérablement élagué les réseaux de sécurité alors qu'augmentait dans le même temps le flux d'informations sur le marché. La désagrégation des réseaux de sécurité s'est poursuivie jusqu'à l'émergence de la crise²².

²⁰ On entend par "intervention significative" celle qui va au-delà de la garantie des dépôts et vise à protéger les petits déposants désinformés. En effet, actuellement ce sont surtout les grands déposants qui sont à l'origine des ruées sur les guichets des entités financières.

²¹ Voir à ce propos Calomiris et Gorton (1990) et Calomiris et Powell (2000).

²² Pour une vision critique de ces réformes en Argentine, voir Machinea (1996) et Rozenwurcel et Bleger (1997).

IV

La propagation de la crise: accorder la priorité au risque moral

Le début du mois de septembre 2008 a été marqué par un resserrement considérable du crédit et des difficultés pour obtenir des crédits interbancaires même si la prime sur les bons du Trésor des États-Unis sur le marché des effets commerciaux et le marché interbancaire restait inférieure à la moyenne des 12 mois antérieurs (voir le graphique 2). La disparition de Bear Sterns à la suite de la prise de contrôle par J.P. Morgan venait confirmer le sentiment que certaines entités financières étaient trop grandes pour s'écrouler, y compris les banques d'investissement. Les créanciers ont récupéré leur argent et les seuls agents pénalisés ont été les actionnaires qui ont récupéré moins de 10 pour cent de la valeur que possédaient leurs actions un an avant. Cette mesure a permis d'éviter l'aggravation du risque systémique, mais au détriment du risque moral des actionnaires.

La situation se modifia radicalement le 15 septembre, après la liquidation de Lehman Brothers qui provoqua des pertes estimées à 500 milliards de dollars à l'ensemble du système financier. La lecture des marchés a été que n'importe quel intermédiaire, quelle que soit sa taille, pouvait faire faillite, avec les effets que ceci impliquait pour le système. Un tel signe provoqua une panique généralisée et un bouclage des marchés du crédit. Sur le marché interbancaire, le taux d'intérêt a grimpé de 175 points en 10 jours et de 350 en un mois au-delà de la rentabilité des bons

du Trésor des États-Unis (voir le graphique 2); un phénomène similaire s'est produit sur le marché des effets de commerce. Tout indiquait que les marchés financiers étaient au bord de l'abîme.

La leçon, qui par ailleurs n'est pas nouvelle, est que discipliner le marché en pleine crise financière est moins une erreur qu'une bêtise. Il est possible que la faillite de Lehman Brothers ait permis de rappeler d'autres agents à l'ordre, comme le démontre la suspension, le jour même, de l'opération de vente de Merrill Lynch. Mais il s'est avéré, dans les jours qui ont suivi, que si le remède avait été efficace pour remettre au pas certaines banques d'investissement, il avait été extraordinairement coûteux en termes de stabilité du système. Si des doutes subsistaient encore quant à l'aspect à privilégier dans une crise, à savoir le risque systémique ou le risque moral, il est probable que la faillite de Lehman Brothers restera gravée dans l'histoire comme l'épisode qui a mis fin à ce débat... du moins pour un moment.

Reste naturellement le problème du risque moral, mais celui-ci ne peut être ignoré au risque de mettre en danger l'économie mondiale. Certains diront que, au-delà de Lehman Brothers, ce naufrage a été dû à des causes structurelles sous-jacentes, mais il ne fait aucun doute que la liquidation de cette entité n'a fait que renforcer les probabilités d'une aggravation de la crise.

V

Du renflouement des entités financières au renflouement de l'économie

Durant ces derniers mois, nombreux sont les économistes et les politiciens qui s'appliquent à tenter de trouver une réponse à la question de savoir quelles sont les mesures requises pour sortir de la crise; de ces efforts sont nées plusieurs propositions. Outre la nécessité de remettre en question le fonctionnement

du système financier international, les réponses convergent toutefois sur deux éléments qui, à notre avis, devraient être favorisés à court terme, à savoir le rétablissement de "certains niveaux" de crédit et l'encouragement de la demande moyennant la politique budgétaire.

1. Le crédit et le système financier

Pour rétablir certains niveaux de crédit, il est indispensable, bien qu'insuffisant, d'atténuer l'incertitude qui plane sur les entités financières. C'est pourquoi les mesures adoptées dès la mi-septembre avaient pour objet de reconstituer la liquidité et la solvabilité de ces institutions. Il a fallu, pour ce faire, une intervention musclée du secteur public pour des montants extraordinairement élevés, jusque-là inimaginables.

En termes concrets, pour améliorer la liquidité, le secteur public a décidé de garantir les obligations des entités financières, avec certaines variantes selon les pays, d'accroître le montant de garantie des dépôts (ou de le supprimer dans certains cas extrêmes) et de cautionner les crédits interbancaires et les placements sur les marchés financiers. Ces mesures ont permis de réduire le coût du passif des entités financières et de reconstituer une grande partie de leurs liquidités.

Cependant, cette augmentation de la liquidité ne s'est pas traduite par un accroissement des crédits au secteur privé, et ce, pour trois raisons. En premier lieu, il existe encore une certaine incertitude parmi les entités financières quant à la rénovation de leur passif, même si la situation tend à se normaliser. Ceci les oblige à maintenir un niveau de liquidités plus élevé que d'habitude qui se manifeste par l'augmentation mentionnée plus haut des réserves des banques. Il s'agit d'une variante du piège à liquidités: en effet, la politique monétaire est alors incapable de réduire les taux d'intérêt des prêts accordés au secteur privé²³.

La deuxième raison est associée à la perte de capital de la part des banques et, par conséquent, à la nécessité de rétablir le rapport entre capital et actifs. La troisième raison est l'incertitude relative à la solvabilité des éventuels clients, dans un contexte d'aggravation de la récession.

Pour résoudre, ou du moins atténuer, le problème de la solvabilité des entités financières, le secteur public a, dans un premier temps, appliqué des mesures visant à acheter les actifs toxiques et, de plus en plus, à capitaliser ces institutions à l'aide de fonds publics. L'inconvénient de cette mesure est qu'il était difficile d'estimer la qualité du portefeuille en pleine récession et, partant, de déterminer le montant du capital requis. Pratiquement chaque jour, les informations publiées dans les moyens de communication évoquent des

cas de banques qui, après avoir reçu une aide, ont besoin de nouveaux apports en capitaux; il est donc indispensable d'adopter une décision définitive qui permettrait d'atténuer substantiellement l'incertitude. Une première option, qui fonctionna dans les pays nordiques au début des années 90, est la nationalisation transitoire des banques. La seconde serait que le secteur public rachète aux entités financières leurs "actifs toxiques" (*bad bank*) mais la difficulté réside ici dans la définition du prix: s'il est convenu d'adopter le prix du marché, le problème ne sera pas résolu, mais si, en revanche, il est convenu d'adopter la valeur nominale, la démarche reviendrait à faire un cadeau aux banques avec l'argent des contribuables²⁴. Une solution intermédiaire consisterait à acquérir les actifs à un prix supérieur à celui du marché en stipulant que la banque favorisée par cette mesure s'engage à rembourser, en prélevant une partie de ses gains futurs, la différence entre cette valeur et la valeur finale récupérée²⁵. Dans ce cas de figure, et durant la période d'urgence, la dette devrait être exclue de la valeur nette patrimoniale de l'entité²⁶ puisqu'elle serait nantie sur les bénéfices. Une autre option serait de créer une nouvelle banque avec les "bons actifs" (*good bank*) des institutions bancaires existantes. Les créanciers (à l'exception des détenteurs de dépôts garantis) et les actionnaires des banques restantes ne toucheraient que ce qu'ils pourront récupérer des "actifs toxiques" plus la différence (si différence positive il y a) entre les "bons actifs" et les dépôts garantis transférés à la nouvelle banque (Buitier, 2009). Si cette option est celle qui entraîne le coût budgétaire le plus faible à court terme, elle est également celle qui engendre la plus grande incertitude en raison des pertes colossales qui seraient enregistrées par les créanciers non garantis. Si une décision n'est pas prise à court terme, les pertes croissantes obligeront à adopter la troisième option mentionnée qui restera la seule viable.

En partie du fait de l'insuffisance de capital, mais aussi en raison des deux autres facteurs mentionnés plus haut, en particulier l'incertitude associée à la récession, la Réserve fédérale, faisant un geste naguère impensable, mais qui n'est pas sans précédent dans

²³ Voir Krugman (2008), qui démontre de manière ingénieuse l'importance des politiques budgétaires dans ce contexte.

²⁴ Cette option revient à garantir une partie des actifs existants des banques.

²⁵ La gestion du portefeuille pourrait être confiée à la banque elle-même. L'intérêt est évident: plus celle-ci récupère, moins elle aura à rembourser.

²⁶ Il ne peut s'agir évidemment d'une pratique habituelle mais qui peut être utilisée durant la période d'urgence.

l'histoire financière, a décidé de prêter directement au secteur privé et de participer à l'achat d'effets commerciaux²⁷. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre annonça, au début de l'année 2009, qu'elle garantirait une partie des crédits destinés aux petites et moyennes entreprises. En d'autres termes, les banques centrales ne sont plus les prêteurs de dernier ressort, mais deviennent les seuls prêteurs.

Malheureusement, l'hyperactivité actuelle ne compense pas l'immobilisme antérieur en termes de contrôle du système financier et de la bulle immobilière. Au-delà des coûts extraordinaires impliqués par ce train de mesures d'assistance, ces mesures financières vont difficilement restaurer la croissance. En effet, leur objectif central est d'éviter la dépression résultant de la fermeture des banques et de la disparition du crédit. Or, éviter la "disparition" du crédit et rétablir celui-ci à des niveaux normaux sont deux choses bien différentes. Indépendamment de la pression additionnelle qui devra être exercée sur les entités financières secourues par le secteur public pour qu'elles prêtent à nouveau et du fait que l'État pourrait garantir certains nouveaux crédits, tout semble indiquer que le processus de restauration du crédit aux niveaux normaux va prendre un temps considérable. Cette situation s'explique par plusieurs facteurs, notamment les facteurs d'offre mentionnés, mais aussi le fait que les éventuels prestataires solvables seront probablement réticents à s'endetter pour acheter des biens durables ou pour investir dans un tel climat d'incertitude. Ceci constitue un obstacle supplémentaire pour la politique monétaire, car, au piège à liquidités, s'ajoute un nouveau facteur mis en évidence par Keynes, à savoir la faible élasticité des dépenses par rapport aux taux d'intérêt dans un climat de dépression²⁸.

²⁷ Bien que peu habituels, certains faits similaires sont recensés dans l'histoire. Par exemple, Bagehot cite les propos d'un directeur de la Banque d'Angleterre lors de la crise de 1825: "Nous prêtons sous toutes les formes possibles et d'une manière jamais utilisée auparavant; nous gardons des actions en garantie, nous achetons des obligations du Trésor, non seulement nous décomptons directement les dépôts d'argent mais nous avançons aussi de l'argent en échange de ces derniers pour des quantités sans précédent; en résumé, nous avons recours à tous les moyens compatibles avec la sécurité de la Banque ..." (Bagehot, 1920, p. 52). De même, en 1970, après l'effondrement de la compagnie ferroviaire Penn Central, la Réserve fédérale a octroyé des crédits à des sociétés non financières prenant comme garantie les effets de commerce.

²⁸ L'effet réduit du taux d'intérêt sur la demande ne veut pas dire qu'une réduction de celui-ci ne puisse engendrer une augmentation du revenu disponible. L'exemple le plus net de ce phénomène est le rapport entre les taux de la Banque centrale européenne et l'Euribor, taux sur lequel sont indexés la plupart des crédits hypothécaires.

2. La nécessité d'un encouragement fiscal

Compte tenu des éléments exposés dans le chapitre antérieur, il faut recourir à une augmentation du déficit budgétaire comme mécanisme pour stimuler la demande. Ceci ne signifie pas qu'il faille ignorer le rôle important des politiques monétaires, notamment de nouvelles réductions des taux d'intérêt. Bien au contraire, sans celles-ci, le crédit et la confiance seraient perdus et il n'y aurait pas de mesures budgétaires suffisantes pour éviter une profonde dépression.

Il faut signaler l'existence, avant la crise, d'un certain consensus, du moins aux États-Unis, quant au fait que la meilleure manière de mener une politique anticyclique était d'avoir recours aux stabilisateurs budgétaires automatiques et à la politique monétaire²⁹. En d'autres termes, la politique budgétaire discrétionnaire était exclue sur la base de certains faits historiques et d'arguments qui ont été au cœur des débats entre monétaristes et keynésiens dans les années 60 et 70, par exemple le temps requis par l'application des politiques budgétaires dès le moment où elles s'avéraient nécessaires jusqu'à leur mise en œuvre (diagnostic, préparation, appui du Parlement, appels d'offres), la "mise à l'écart" du secteur privé à la suite du relèvement des taux d'intérêt et l'existence d'un multiplicateur budgétaire plus faible, résultat des théories du revenu permanent ou du cycle de vie³⁰.

Cependant, l'ampleur de la crise actuelle, sa durée probable et, en particulier, l'efficacité limitée, voire nulle, de la politique monétaire dans ce type de situation ont mis un point final à plusieurs de ces objections (Taylor, 2008b, et Blinder, 2008). Le débat semble s'être centré aujourd'hui sur le type d'encouragement fiscal, les "monétaristes" recommandant une baisse des impôts la plus généralisée possible ou l'application de subventions, à titre permanent dans les deux cas (Taylor, 2008b). Il serait erroné, à mon avis, d'opter pour ce type de solution, car le moment n'est pas propice à l'adoption de mesures permanentes qui doivent faire l'objet d'analyses plus approfondies et aussi parce que les ressources doivent être ciblées, pour des raisons d'équité et d'efficacité, sur les secteurs les

²⁹ Les États-Unis ont été l'un des rares pays où la politique monétaire a joué ce rôle à différentes reprises; d'autre part, le ciblage d'inflation (*inflation targeting*) dans sa vision "extrême" a parfois empêché la politique monétaire de jouer un rôle anticyclique.

³⁰ Voir, par exemple, Feldstein (2002), Auerbach (2002), Taylor (2000 y 2008a) et Blinder (2004), bien que ce dernier reconnaisse toutefois que la politique budgétaire pourrait s'avérer nécessaire dans certaines "situations extrêmes".

plus touchés par la crise. Il est question “d’efficience” et non pas seulement “d’équité” parce que ces secteurs sont précisément ceux pour lesquels les contraintes de liquidités sont déterminantes pour les décisions en matière de dépenses. Les pays développés ont mis en place un mécanisme qui agit comme stabilisateur automatique, à savoir l’assurance-chômage. L’idée est que celle-ci devienne bien plus qu’un stabilisateur automatique; pour ce faire, il pourrait être convenu, à titre exceptionnel, d’accroître le montant ou la durée des allocations. D’autres mesures complémentaires pourraient être adoptées, telles qu’une subvention au paiement hypothécaire de certains débiteurs (chômeurs et à moindres ressources) et le financement de travaux publics locaux qui sont généralement de moindre envergure et plus rapidement exécutés. Des mesures fiscales pourraient également être mises en place pour encourager la consommation actuelle par rapport à la consommation future. Il faut retenir qu’en l’occurrence, l’efficience ne doit pas être évaluée par la “qualité” des dépenses, mais en fonction des effets sur la demande globale et de la rapidité avec laquelle celles-ci sont effectuées (FMI, 2008a).

Dans ce train de mesures, il ne convient pas d’inclure une baisse des impôts, car dans un contexte de crise et d’incertitude, il est probable que celle-ci ne se traduise pas par une augmentation significative des dépenses, en particulier parce qu’il est difficile de cibler cette baisse des impôts sur les secteurs à moindres ressources ou les plus touchés par la crise. Malheureusement, les négociations politiques conduisent de plus en plus à ce type de mesures. Tout accroissement de la dette dans ces circonstances, sans savoir réellement quels en seront les effets sur la demande, serait une grave erreur.

En résumé, il est indispensable de mettre en place un encouragement fiscal de grande envergure susceptible d’avoir un impact important sur la demande et de se matérialiser le plus rapidement possible. Certes, il semble difficile, à certains moments, de trouver un encouragement fiscal capable de compenser la chute

de la consommation et de l’investissement privé, mais il ne s’agit pas de renverser la tendance à court terme, mais de trouver un plancher à la récession qui pourrait contribuer à modifier les attentes.

Un effort coordonné incluant les pays développés et les pays en développement s’impose pour parvenir à accroître la demande globale de façon significative. À cet égard, il convient de rappeler que les pays en développement ont joué un rôle crucial dans l’issue de la récession de 2001; ils ont représenté en effet plus de 60 pour cent de la croissance mondiale au cours des dernières années. De toute évidence, la Chine et l’Inde ont été les acteurs principaux de cette nouvelle donne. Et pourtant, la capacité des pays en développement en termes de mise en œuvre de politiques anticycliques est, à quelques exceptions près, beaucoup plus limitée que celle des pays développés.

Pour conclure, il est utile de formuler deux commentaires. D’une part, si certains grands pays développés et en développement ne coopèrent pas dans cette entreprise, celle-ci aura beaucoup moins de chances d’aboutir et va engendrer en outre un problème d’inégalité: en effet, dans un monde globalisé d’économies plus ouvertes, ceux qui ne participent pas profiteront de l’effort consenti par les autres. D’autre part, il ne s’agit pas seulement d’accroître les dépenses, mais d’éviter que les politiques budgétaires ne contiennent des clauses plus ou moins occultes d’“approvisionnement national”. En effet, bien que facilitant l’approbation des trains de mesures budgétaires, ce type de clause présente deux inconvénients. Le premier est le risque de donner lieu à une politique protectionniste dont le monde a déjà subi les conséquences dans la décennie 1930, mais qui seraient encore bien plus graves dans le contexte actuel. Le deuxième inconvénient est que les pays en développement seraient les plus touchés à la fois par le protectionnisme et par le fait que les politiques anticycliques, comme nous le verrons dans la section ci-après, seront d’une plus grande envergure dans les pays développés.

VI

Les pays en développement: besoins et contraintes en Amérique latine

1. État des lieux

Comme on pouvait s'y attendre dans un monde globalisé, les pays en développement ont commencé à ressentir les effets de la crise financière. En Amérique latine, ces effets se manifestent par deux voies: la voie réelle et la voie financière³¹.

Par la "voie réelle", le Mexique et les pays d'Amérique centrale sont touchés par la chute des exportations industrielles et des envois de fonds, ainsi que par la diminution du tourisme et de l'investissement étranger direct (IED). Le fléchissement des prix des produits de base a de plus fortes répercussions en Amérique du Sud et, dans une moindre mesure, au Mexique; cependant, la diminution du prix du pétrole va favoriser l'Amérique centrale (CEPALC, 2008a et 2008b).

Le tableau 2 présente, de façon synthétique, quelques effets de la crise sur le compte courant des pays de la région. Le tableau a été élaboré sur la base des comptes courants de l'année 2008 et incorpore les ajustements résultant de la crise financière internationale ("facteurs exogènes"). En d'autres termes, il ne tient pas compte des ajustements internes (taux de change et niveau d'activité) auquel il serait nécessaire de procéder faute de pouvoir financer l'aggravation du déficit en compte courant. L'hypothèse est que les importations totales restent invariables, ce qui est compatible avec un taux de croissance de 3 pour cent en cas d'une chute marquée de l'investissement dans un contexte d'attentes négatives et d'absence de financement³². Les variables exogènes reflètent les

changements prévus en ce qui concerne: 1) les prix à l'exportation et à l'importation, 2) le volume des exportations industrielles, 3) les envois de fonds, 4) les revenus découlant du tourisme et 5) dans certains pays, la diminution des recettes au titre de l'exploitation des ressources naturelles envoyées à l'étranger. Pour toutes ces variables, deux options présentées dans l'annexe sont utilisées. Les résultats reflètent l'ampleur du problème: dans le scénario le moins pessimiste, le déficit en compte courant augmente en moyenne de 3,3 points du produit, jusqu'à 4 pour cent, soit un pourcentage supérieur à celui de la période 1997-1998 (voir le tableau 2). Dans le scénario un peu plus pessimiste, ce déficit atteint 5,1 pour cent du PIB. Pour compliquer encore la donne, on prévoit une forte chute de l'investissement étranger direct, ce qui implique une réduction d'une des sources les moins instables de financement du compte courant. Dans le scénario le moins pessimiste (25 pour cent de réduction), l'IED net sera équivalent à 1,6 pour cent du produit dans l'ensemble de la région. Une telle diminution implique une nécessité de financement de 91 milliards de dollars (130 milliards dans le scénario le plus pessimiste), dont 68 pour cent se concentrent dans deux pays: le Brésil et le Mexique (voir le tableau 2). S'ajoutent à ce panorama les échéances de la dette extérieure qui, selon différentes estimations, atteindrait les 120 milliards de dollars, ce qui fait un total de 210 milliards de dollars. Financer ce déséquilibre ne sera pas tâche facile, car les répercussions de la crise par la "voie financière" se manifestent par une augmentation du risque pays (voir le graphique 8). De fait, plusieurs pays sont déjà privés d'accès au crédit international (Argentine, Équateur et République bolivarienne du Venezuela). Il ne sera pas non plus facile de réaménager les échéances du secteur privé, car il faudrait pour cela que le marché financier se normalise par rapport au dernier trimestre 2008, durant lequel la sortie de capitaux privés s'est traduite par de fortes dévaluations. Celles-ci ont eu des conséquences néfastes sur le passif des entreprises privées, bien que l'effet le plus significatif ait été la "disparition" du crédit: en effet, beaucoup d'entre elles se sont

³¹ Étant donné que l'un des articles présentés dans ce numéro de la Revista de la CEPAL est consacré spécifiquement à l'analyse de l'impact de la crise en Amérique latine, nous nous limiterons ici à présenter certains faits de façon schématique.

³² Si les importations de biens d'équipement, qui représentent environ 25 pour cent des importations totales, diminuaient de 15 pour cent, les importations d'autres produits pourraient augmenter de 5 pour cent, ce qui est compatible avec une croissance de 3 pour cent.

TABLEAU 2

Amérique latine: solde du compte courant et besoins en financement additionnel

	En pourcentages du PIB				En millions de dollars	
	2008	2009 scénario 1 ^a	2009 scénario 2 ^a	Moyenne 1997-1998	2009 Scénario 1: solde ajusté du compte courant	2009 Scénario 1: besoins en financement net de l'IED
Argentine	3,7	-1,4	-2,4	-4,5	-4 027	-352
Bolivie (État plurinational de)	14,8	6,8	5,6	-7,4	942	0
Brésil	-2,0	-3,4	-3,7	-3,7	-45 450	-30 450
Chili	-3,3	-9,7	-9,6	-4,7	-16 507	-8 130
Colombia	-3,0	-4,6	-5,8	-4,6	-9 794	-3 311
Costa Rica	-9,0	-9,6	-10,9	-3,7	-2 606	-1 205
Équateur	3,2	-7,3	-10,8	-5,4	-3 558	-3 033
El Salvador	-6,4	-7,8	-9,4	-0,8	-1 636	-1 308
Guatemala	-5,3	-7,1	-8,3	-5,0	-2 449	-1 872
Haïti	-2,7	-3,9	-5,3	-1,2	-245	-222
Honduras	-13,2	-14,7	-15,2	-3,5	-1 878	-1 204
Mexique	-1,5	-4,0	-5,2	-2,9	-41 252	-31 433
Nicaragua	-29,7	-28,5	-28,3	-22,0	-1 684	-1 384
Panama	-10,0	-9,2	-10,5	-7,2	-1 949	-599
Paraguay	-2,6	-14,7	-14,5	-4,8	-1 882	-1 725
Pérou	-4,8	-8,6	-9,1	-5,8	-10 108	-5 233
Rép. dominicaine	-13,6	-14,4	-15,4	-1,3	-6 191	-4 316
Uruguay	-4,3	-4,0	-4,3	-1,7	-1 026	0
Venezuela (République bolivarienne du)	16,6	1,3	-3,2	-0,4	3 213	0
Amérique latine	-0,7	-4,0	-5,1	-3,7	-148 087	-91 306

Source: élaboration propre (voir l'annexe).

^a Le solde du compte courant 2009 est exprimé en termes du PIB de 2008. Voir les hypothèses des deux scénarios en annexe.

retrouvées au bord du moratoire (*default*) et bardées de crédits à très court terme^{33 34}.

Cette nouvelle pénurie de financement international va, selon les caractéristiques de chaque pays et les mesures de politique économique adoptées, se répercuter sur les réserves internationales, le taux de change réel et le niveau de l'activité économique. En d'autres termes, le manque de financement pourrait être compensé, du moins en partie et pour un certain temps, par une réduction des réserves internationales. Si cet effort est insuffisant, les deux autres instruments permettant de corriger le déséquilibre extérieur seront la dévaluation du taux de change réel et une diminution du niveau d'activité économique. Une combinaison de changements simultanés de ces trois variables a été observée au cours du dernier trimestre 2008.

Bien qu'aucun exercice n'ait été réalisé pour montrer les effets de la crise sur les finances publiques, on peut s'attendre, en raison du rapport étroit existant entre le prix des produits de base d'exportation et les recettes budgétaires, à une chute considérable de ces dernières (Jiménez y Tromben, 2006). À titre de compensation, les autorités procéderont à une réduction des subventions substantielles accordées à l'énergie qui, en 2008, ont représenté plus d'un point du produit dans certains pays. Selon la Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC, 2008b), l'augmentation du déficit budgétaire en 2009 représentera environ 1,5 pour cent du produit. Même si cette estimation peut s'avérer un peu optimiste, il est évident que, par rapport à d'autres crises, les différences en matière de solvabilité budgétaire sont, heureusement, notables.

Pour faire face à la crise, il faudra donc mettre en œuvre des politiques anticycliques visant à compenser la réduction de la demande (extérieure et intérieure) et à financer le déséquilibre extérieur et budgétaire. Il est évident que ces deux problématiques sont intimement liées.

³³ La situation est encore plus grave dans certains pays d'Europe de l'Est et d'Asie, en particulier dans la Fédération de Russie. À ce sujet, voir J.P. Morgan (2008).

³⁴ Il faut mentionner que plusieurs sociétés, en particulier au Brésil et au Mexique, avaient spéculé sur le marché des dérivés contre une dévaluation de la monnaie locale, ce qui a causé des pertes considérables chez plusieurs d'entre elles, voire la faillite pour certaines.

GRAPHIQUE 8

Évolution de l'EMBI+ et de la rentabilité des bons du Trésor



Source: élaboration propre sur la base donnée de la Réserve fédérale et J.P. Morgan. Note: embi+ = Indice boursier des marchés émergents (*Emerging Markets Bond Index*)

2. Les politiques anticycliques

La question qui se pose est que peuvent faire, dans l'état actuel des choses, les pays en développement, en particulier l'Amérique latine, pour mettre en œuvre des politiques anticycliques: en principe, beaucoup moins que dans le monde développé³⁵.

En premier lieu, les mécanismes qui permettraient d'intensifier l'aide aux secteurs les plus touchés par la crise ne sont pas très clairs, notamment parce que la plupart des pays en développement ne disposent pas d'une assurance chômage ou, du moins, d'une assurance dont le fonctionnement soit efficace et la couverture adéquate. Par conséquent, au-delà

d'acheminer des ressources accrues vers les programmes de lutte contre la pauvreté et de réaliser des travaux publics à l'échelon local, il est urgent de trouver d'autres moyens de parvenir aux secteurs de classes moyennes qui sont touchés par la crise (par exemple, par le maintien de la couverture de santé existante pendant une certaine période et une augmentation de l'allocation par enfant).

En deuxième lieu, une caractéristique particulièrement importante en période de crise est l'existence d'une nette asymétrie macro-économique entre pays développés et en développement. Ce phénomène se manifeste dans le comportement des taux d'intérêt; en effet les investisseurs cherchent refuge dans les actifs des pays développés et "fuient" les monnaies des pays en développement. Ceci se traduit par une baisse des taux d'intérêt dans les premiers pays et une augmentation de ceux-ci dans le monde

³⁵ Il existe certaines exceptions, dont la plus notable est la Chine qui, grâce à son niveau extraordinaire d'épargne et de réserves internationales, peut mettre en œuvre des politiques expansives.

en développement. La crise actuelle en est un exemple particulièrement extrême. En effet, alors que le risque pays de la moyenne des pays émergents augmentait d'environ 445 points de base entre le début juin et la fin décembre 2008, le rapport des bons du Trésor des États-Unis baissait de 145 points de base durant la même période (voir le graphique 8). De même, alors que les monnaies des pays en développement se déprécient, celles des pays développés tendent à l'appréciation.

Les effets des phénomènes décrits dans le paragraphe ci-dessus sont relativement évidents. La fuite des capitaux résultant de l'incertitude croissante fait obstacle à la mise en œuvre de politiques monétaires anticycliques, ce qui ne veut pas dire que les autorités ne disposent pas d'une marge pour réduire les taux d'intérêt, compte tenu du relâchement des pressions inflationnistes et du relèvement, souvent excessif, de ces taux durant les neuf premiers mois de l'année 2008. Par ailleurs, l'augmentation du coût du crédit, ou sa virtuelle "disparition" dans certains cas, rend encore beaucoup plus difficile l'application de politiques budgétaires anticycliques. La situation est toutefois assez hétérogène, notamment en raison de politiques appliquées dans le passé récent qui ne vont guère changer dans la conjoncture actuelle³⁶. À un extrême se trouve le Chili qui est en mesure de mettre en œuvre des politiques budgétaires anticycliques grâce aux ressources économisées à l'époque où le budget était nettement excédentaire, bien que son déficit en compte courant doive susciter une certaine préoccupation. À l'autre extrême, se trouvent l'Argentine l'Équateur et la République bolivarienne du Venezuela dont le risque pays est supérieur à 1500 points, ce qui revient à ne pas avoir accès au crédit. D'autres pays seront en mesure de s'endetter, mais à des taux nettement plus élevés par rapport à ceux des dernières années³⁷. Par conséquent, à des degrés divers selon les pays, la possibilité de mettre en œuvre des politiques budgétaires anticycliques sera assez limitée³⁸.

³⁶ Voir Gerchunoff (2008).

³⁷ Le Brésil et le Mexique auront en outre la possibilité d'avoir accès à la ligne de crédit préventive annoncée par la Réserve fédérale pour un montant de 30 milliards.

³⁸ Plusieurs pays ont déjà toutefois annoncé des mesures anticycliques. Voir CEPALC (2009), où est présentée une bonne synthèse. Il faudra attendre les prochains mois pour vérifier la capacité de concrétisation de ces annonces.

3. Le financement des organismes de crédit

Dans le contexte décrit plus haut, l'absence d'un prêteur international de dernier ressort est plus cruciale que jamais. À cet égard, l'annonce, par la Réserve fédérale, d'une ligne de crédit préventive pour le Brésil et le Mexique est un pas dans la bonne direction; toutefois, le problème le plus grave est celui des pays qui, malgré leur comportement macro-économique responsable, ne pourront avoir accès à un financement spécial parce qu'ils ne sont pas considérés comme "stratégiques" pour les États-Unis. C'est pourquoi il est indispensable de pouvoir compter sur un prêteur de dernier ressort qui offre des mesures d'encouragement pour résorber les graves déséquilibres et protéger le niveau d'activité économique. Ce prêteur sera sans doute un FMI rénové qui libérera des montants significatifs des ressources dans des délais très courts et en cas de brusques variations des marchés financiers, sans imposer de conditions, du moins dans le cas des pays ayant fait preuve d'un comportement macro-économique responsable³⁹. Faute de dégager ces ressources à temps, celles-ci risquent fort de finir par financer la fuite de capitaux plutôt que de contribuer à freiner les ruées sur le marché des changes en évitant les fortes dévaluations et en contribuant à soutenir la demande, c'est-à-dire en servant de mécanismes anticycliques.

Le soutien multilatéral doit être complété par les réseaux régionaux qui, dans le monde entier, jouent un rôle de plus en plus important⁴⁰. Ces deux éléments sont complémentaires, car, s'il est vrai que les réseaux régionaux sont beaucoup plus efficaces pour prêter l'aide en temps opportun et de façon pertinente, du moins en Amérique latine, il est peu probable qu'ils possèdent les ressources nécessaires pour financer les pays plus grands dans un contexte de fortes turbulences⁴¹.

Indépendamment des différences entre les pays en développement en termes de capacité de mise en œuvre de politiques anticycliques, il est une réalité qui est commune à tous ainsi qu'aux pays "récemment développés" comme la République de Corée: depuis la crise asiatique, tous ces pays ont appliqué une politique d'autoassurance caractérisée par un accroissement

³⁹ Des taux à des conditions de faveur devront être appliqués dans le cas des pays à revenus moyens-faibles. Voir Griffith-Jones et Ocampo (2008).

⁴⁰ Voir Ocampo (2006).

⁴¹ Machinea et Titelman (2007) analysent la façon de renforcer les institutions régionales en Amérique latine.

des réserves internationales et par la création de fonds souverains. Dans le même ordre d'idées, plusieurs d'entre eux ont enregistré des excédents en compte courant qui ont contribué à l'offre de fonds "prêtables" à l'échelle mondiale. Si l'objectif est aujourd'hui d'accroître la demande pour soutenir la relance économique, on peut raisonnablement penser que le compte courant de ces pays va connaître des difficultés, situation qui sera aggravée, pour certains d'entre eux, par la chute des prix de leurs produits d'exportation. Pour autant, il convient, non seulement du point de vue structurel, mais aussi conjoncturel, de mettre fin à la propension à l'autoassurance qui est

une conséquence du dysfonctionnement du système financier international⁴².

Finalement, à propos des besoins de financement en 2009 et certainement en 2010, l'absence de financement international peut condamner la région, et en particulier les pays plus petits, à réaliser un ajustement démesuré. Dans l'hypothèse d'une certaine normalisation du crédit privé, le financement net requis de manière urgente est d'au moins 75 milliards de dollars par an (environ 90 milliards en termes bruts) de la part des organismes de crédit ou des pays développés⁴³. Naturellement, plus il y a de difficultés pour avoir accès au crédit, plus le chiffre augmente.

VII

Réflexions finales

Dans les années qui ont précédé la crise déclenchée en 2007 et qui s'est aggravée en 2008, l'économie mondiale a connu un taux de croissance élevé. Durant cette période, le secteur financier s'est développé au rythme de la mondialisation et des innovations qui ont contribué à l'expansion des marchés financiers, à la création de nouveaux intermédiaires et instruments et, surtout, à la réduction en termes relatifs du capital dans l'ensemble du secteur financier. À cette même époque, les gains des intermédiaires financiers ont augmenté de façon exponentielle, passant de 5 pour cent du total des bénéfices des entreprises cotées à la Bourse de New York en 1980 à 40 pour cent en 2007.

Cette "explosion" des activités commerciales de financement a favorisé le développement de certains secteurs, en particulier l'achat de biens durables et le bâtiment, mais au détriment de leur affaiblissement structurel croissant, en particulier au cours des 10 dernières années. Ce phénomène n'est pas nouveau et il a été observé à plusieurs reprises au cours des deux derniers siècles et en particulier des 40 dernières années. Nous avons abordé dans ce document les principaux facteurs qui ont déclenché la crise, en particulier l'instabilité propre au système financier qui s'est aggravée au cours des dernières années à la suite de l'application de politiques de déréglementation excessive. Nous avons également souligné que l'instrument le plus adéquat pour corriger l'exubérance du système et ses répercussions sur le marché des actifs n'est pas le taux d'intérêt, mais bien la réglementation financière.

Nous avons également analysé les mesures susceptibles de réduire l'ampleur de la récession et d'éviter le cocktail de dépression et de déflation qui menace l'économie mondiale. À cet égard, la principale responsabilité revient aux pays développés, non seulement parce qu'ils ont été à l'origine de la crise, mais aussi parce que les banques en difficulté se trouvent sur leur territoire et parce qu'ils ont plus de possibilités de mettre en œuvre des politiques anticycliques. Il est indispensable, non seulement d'accélérer la mise en œuvre des mesures en question, mais aussi d'agir de la façon la plus déterminée possible aussi bien en ce qui concerne le train de mesures de relance budgétaire que la capitalisation des banques. Les attermoissements et les "insuffisances" peuvent coûter des années de récession et aggraver les problèmes futurs de l'endettement du secteur public. En d'autres termes, il serait préférable de s'endetter un peu plus aujourd'hui pour éviter une récession prolongée qui perpétue la tendance à l'augmentation de la dette publique, comme cela a été le cas du Japon durant ces dernières années.

En ce qui concerne les banques, les options sont de plus en plus limitées dans certains pays. Si une solution définitive n'est pas trouvée moyennant

⁴² De toute évidence, ce mécanisme ne va pas modifier la propension de la Chine ou de la Fédération de Russie à accumuler des réserves internationales, la stratégie de ces pays obéissant à d'autres types de considérations.

⁴³ L'Institut de finances internationales prévoit que ces organismes ne déboursent que 8 milliards de dollars nets en Amérique latine.

la nationalisation transitoire ou le rachat des “actifs toxiques”, avec tous les problèmes que cela implique, l’option prédominante sera de créer de nouvelles entités sur la base des “bons actifs” des banques existantes et de leurs dépôts garantis, et de laisser les “actifs toxiques” et les passifs garantis dans l’ancienne entité. Cette dernière option est certes moins coûteuse du point de vue budgétaire, mais elle contribuera à accroître l’incertitude qui plane sur les banques (ou les pays) qui n’ont adopté aucune des autres solutions, et ses effets à l’échelon mondial sont des plus incertains.

Hormis quelques commentaires, ce document n’a pas abordé la question des changements nécessaires sur le plan international et dans les systèmes financiers nationaux. À cet égard, nous nous limiterons à mentionner que, outre la nécessité de modifier le système d’incitation du personnel directeur des banques, de réorganiser le fonctionnement des agences de notation du risque pour qu’elles soient réellement indépendantes, d’éviter que les passifs qui ne sont pas des dépôts ne dépassent une valeur déterminée et d’accroître la transparence des actifs échangés, il est indispensable de mettre en place une réglementation financière anticyclique, c’est-à-dire d’accroître les exigences en capital durant les périodes d’essor et de les réduire durant les périodes de récession. Par ailleurs, compte tenu de l’énorme capacité d’innovation du secteur financier, il faudra établir, au-delà des exigences particulières de capital en fonction du type de risque, un plafond général pour les différents types d’actifs⁴⁴. En tout état de cause, toute réglementation proposée à l’échelon international devra faire l’objet d’une plus grande participation des pays en développement, car une même réglementation ne peut être appliquée à des pays présentant différents niveaux de volatilité macro-économique et de complexité et d’instabilité financières⁴⁵.

L’économie politique des mesures anticycliques n’est pas une chose simple, car personne n’aime jouer les “trouble-fête”, sachant, en particulier, que presque tous les secteurs profitent des périodes de prospérité. Cependant, lorsque la fête s’achève, c’est-à-dire lorsque le processus se transforme en crise, les conséquences ne sont pas réparties de la même façon que durant la période de prospérité, comme le démontre l’issue de

la crise actuelle. Le ralentissement de la croissance, le chômage et la hausse des impôts touchent surtout les secteurs à revenus moyens et la population à plus faibles revenus. Il serait donc important, au-delà des pressions, de mettre en place un cadre institutionnel qui contribue à la mise en œuvre de politiques financières anticycliques durant les époques de prospérité. La démarche est sans doute difficile, mais la conjoncture actuelle s’y prête.

L’autre aspect à souligner une fois de plus est la nécessité de disposer, aux échelons mondial et régional, de réseaux de sécurité grâce auxquels les pays en développement auraient plus de possibilités d’appliquer des politiques anticycliques. Ceci passe par une restructuration du FMI, de son cadre de gouvernance, en permettant une plus grande représentation des pays en développement au sein du conseil, à la flexibilisation de l’accès au crédit, notamment dans des contextes comme celui que connaissent actuellement les pays.

L’existence de réseaux de sécurité à l’échelon mondial éviterait également que les pays cherchent à s’auto-assurer moyennant une augmentation de leurs réserves internationales, freinant ainsi leur tendance à faire appel à des déficits modérés du compte courant. Ainsi, les réseaux de sécurité mondiaux et régionaux aideraient non seulement les pays en développement à pouvoir modérer leurs ajustements conjoncturels, mais serviraient aussi à éviter des déséquilibres structurels comme ceux qui ont été observés durant ces dernières années.

Enfin, compte tenu du fait qu’une régulation adéquate du système financier exige d’en réduire le comportement procyclique et, d’une manière générale, d’accroître les besoins en capital-risque, il est possible qu’elle freine à court terme l’expansion du crédit, ce qui serait le moindre des maux si la contrepartie est un système financier moins procyclique et plus stable, et donc susceptible de favoriser l’expansion du crédit à moyen et à long terme. Tout changement futur de la réglementation financière va se heurter à des groupes de pression qui, tôt ou tard, vont chercher à faire “oublier” les effets de la crise ou à en rejeter la faute à d’autres acteurs. Il faut également veiller à ce que ces réglementations n’entravent pas l’émergence d’innovations financières et, en particulier, que les mesures prises pour atténuer le risque ne fassent pas obstacle au financement des pays en développement.

⁴⁴ Goodhart yPersaud (2008) ont formulé une proposition qui inclut ces deux types d’exigences.

⁴⁵ Voir Fanelli (2008).

ANNEXE

Hypothèses utilisées pour construire les scénarios

Par exemple, les envois de fonds ont diminué d'environ 5 pour cent dans le dernier trimestre de 2008, juste avant la montée en flèche du chômage aux États-Unis; c'est pourquoi deux options ont été analysées: une réduction de 8 pour cent et une autre de 15 pour cent. Dans le cas des termes de l'échange, les hypothèses utilisées ont été celles de la CEPALC pour 2009. En ce qui concerne les exportations de produits manufacturés, il a été tenu compte du pourcentage d'exportation de produits manufacturés dans le cadre du régime de *maquila* et seule la valeur ajoutée leur a été imputée. À l'exception des termes de l'échange, il a été estimé, dans le reste des cas, que le pourcentage de variation par rapport à 2008 serait le même dans tous les pays.

1. Termes de l'échange

Option 1: diminution de 12,8% (avec une chute de 40% du prix du pétrole).

Option 2: diminution de 14,2% (chute de 50% du prix du pétrole).

2. Exportations de produits manufacturés

Option 1: diminution de 5% du volume.

Option 2: diminution de 10% du volume.

3. Tourisme

Option 1: diminution de 10% des revenus nets

Option 2: diminution de 20%.

4. Envois de fonds

Option 1: réduction de 8%. Option 2: réduction de 15%. Revenus des investissements.

5. Revenus des investissements

Compte tenu de la baisse de rentabilité des exploitations minières, les revenus envoyés à l'étranger sont retombés aux valeurs de 2005, année durant laquelle les prix à l'exportation des minéraux étaient similaires à celui prévu pour 2009. L'exercice a été réalisé pour trois pays dans lesquels cette rubrique avait connu une augmentation spectaculaire au cours des dernières années. Cette réduction implique une diminution d'environ 10, 4 et 3 milliards de dollars, respectivement, au Chili, en Colombie et au Pérou.

Pour ce qui est du financement, l'hypothèse relative à l'investissement étranger direct net est la suivante:

- Option 1: diminution de 25 % par rapport à 2008.
- Option 2: diminution de 35%.

Bibliographie

- Auerbach, A. (2002), "Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy," document présenté à la Federal Reserve Bank of Kansas City Conference on Rethinking Stabilization Policy, août.
- Bagehot, W. (1920), *lombard Street: a Description of the Money Market*, Londres, John Murray. Publié pour la première fois en 1873.
- Bernanke, B. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press.
- Blinder, A. (2008), *On Designing a Fiscal Stimulus-Quickly*, Testimony to the Senate Budget Committee, janvier[en ligne] http://budget.senate.gov/democratic/testimony/2008/blinderStimulusNow_final.pdf
- (2004), "The case against the case against discretionary fiscal policy", *CEPS Working paper*, N° 100, Princeton, Princeton University.
- Bordo, M. (2008), *an Historical perspective on the crisis of 2007-2008*, document présenté à la Conference on Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking, Santiago du Chili.
- Bordo, M. et Eichengreen (2001), "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?", document présenté durant la conférence donnée en l'honneur de Goodhart à la Banque d'Angleterre, novembre.
- Bruner, R. et Carr (2007), *The panic of 1907: lessons learned from the Market's perfect Storm*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons.
- Buiter, W. (2009), "Good bank/new bank vs. bad bank: a rare example of a no-brainer", *Financial Times*, Londres, 8 février.
- Calomiris, C. et Gorton (1990), "The origins of banking panics: models, facts, and bank regulation", *Rodney I. White center for Financial Research Working papers*, N° 11-90, Philadelphie, Wharton School Rodney, University of Pennsylvania.
- Calomiris, C. et A. Powell (2000), "Can emerging market bank regulators establish credible discipline? The case of Argentina, 1992-1999", *NBER Working papers*, N° 7715, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Caprio, G. Jr., A. Demirgüç-Kunt et E.J. Kane (2008), "The 2007 meltdown in structured securitization: searching for lessons, not scapegoats", *policy Research Working paper*, N° 4756, Washington, D.C., Banque mondiale.
- CEPALC (Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (2009), "Políticas contracíclicas para paliar la crisis económica en América Latina", New York, Comité Plénier de la CEPALC.
- (2008a), *Estudio económico de América latina y el Caribe, 2007-2008* (LC/G.2386-P), Santiago du Chili. Publication des Nations Unies, N° de vente: S.08.II.G.2.
- (2008b), *Balance preliminar de las economías de América latina y el Caribe, 2008*, Santiago du Chili.
- Eichengreen, B. (2005), *The Blind Men and the Elephant*, Berkeley, Université de Californie, novembre.

- Fanelli, J.M. (2008), "Macro volatility and financial institutions", *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial architectures. The Developing World Experience*, New York, Palgrave Macmillan.
- Feldstein, M. (2002), "The role for discretionary fiscal policy in a low interest rate environment", *NBER Working paper*, N° 9203, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Fisher, I. (1933), "The debt deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. 1, New York, Econometric Society.
- FMI (Fonds monétaire international) (2008a), *Fiscal policy for the crisis* (SPN/08/01), Washington, D.C., décembre.
- (2008b), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and policy*, Washington, D.C.
- Friedman, M. y A. Schwartz (1963), *a Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton, Princeton University.
- Galbraith, J.K. (1967), *The New Industrial State*, Boston, Houghton Mifflin.
- Gerchunoff, P. (2008), "América Latina en las crisis mundiales", inédit.
- Goodhart, C. (1999), "Myths about the lender of last resort", *International Finance*, vol. 2, N° 3, Oxford, Blackwell Publishing.
- Goodhart, C. et A. Persaud (2008), "How to avoid the next crash", *Financial Times*, Londres, 30 janvier.
- Griffith-Jones, S. et J.A. Ocampo (2008), "A countercyclical framework for a development-friendly IFA", *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial architectures. The Developing World Experience*, New York, Palgrave Macmillan.
- Heymann, D. (2007), "Macroeconomía de las promesas rotas", *Revista de economía política de Buenos aires*, année 1, vol. 2, Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.
- Jiménez, J.P. et V. Tromben (2006), "Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe", *Revista de la CEPAL*, N° 90 (LC/G.2323-P), Santiago du Chili.
- J.P. Morgan (2008), *Emerging Markets Outlook Strategy*, New York, 13 octobre.
- Keynes, J.M. (1931), "The consequences to the banks of the collapse of money values", *Essays in persuasion*, New York, Harcourt Brace and company.
- Kindleberger, C. et R. Aliber (2005), *Manias, panics and crashes: a History of Financial crises*, New York, John Wiley & Sons.
- Krugman, P. (2008), *Optimal Fiscal policy in a liquidity Trap*, Princeton, Princeton University, décembre.
- Laeven, L. et F. Valencia (2008), "Systemic banking crises: a new database", *Working paper*, N° WP 08-224, Washington, D.C., Fonds monétaire international.
- Machinea, J.L. (2002), "La crisis de la deuda, el financiamiento internacional y la participación del sector privado", *serie Financiamiento del desarrollo*, N° 117 (LC/L.1713-P), Santiago du Chili. Publication des Nations Unies, N° de vente: S.02.II.G.23.
- (1996), "La crisis financiera argentina de 1995: causas, características y lecciones", Buenos Aires, inédit.
- Machinea, J.L. et D. Titelman (2007), "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", *Revista de la CEPAL*, N° 91 (LC/G.2333-P), Santiago du Chili.
- Milne, A. y G. Wood (2008), "Banking crisis solutions old and new", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), septembre- octobre.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Londres, Yale University Press.
- (1975), *John Maynard Keynes*, New York, Columbia University Press.
- (1972), "Financial instability revisited: the economics of disaster", *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Washington D.C., Conseil des gouverneurs.
- Mizen, P. (2008), "The credit crunch of 2007-2008: a discussion of the background, market reactions, and policy responses", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), septembre- octobre.
- Ocampo, J.A. (2006), *Regional Financial cooperation*, New York, Brookings Institution Press/Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC).
- Papadimitriou, D.B. y L.R. Wray (2008), "Minsky's stabilizing an unstable economy: two decades later", *Stabilizing an Unstable Economy*, H. Minsky, New York, McGraw Hill.
- Reinhart, C. et K. Rogoff (2008), "This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises", *NBER Working paper*, N° 13882, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Roubini, N. (2005), "Global Imbalances: A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations", New York, Universidad de New York, inédit.
- Rozenwurcel, G. et L. Bleger (1997), "El sistema bancario argentino en los noventa: de la profundización financiera a la crisis sistemática", *Desarrollo económico*, vol. 37, N° 146, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico y Social.
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- Sotelsek, D. et L. Pavón (2008), "The Banking Supervision and Regulation: Its Impact in Emerging Countries", inédit.
- Taylor, J.B. (2008a), "The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy", document présenté à la réunion annuelle de la American Economic Association, janvier
- (2008b), *The State of the Economy and principles for Fiscal Stimulus*, Testimony before the Committee on the Budget, United States Senate, novembre.
- (2000), *Reassessing Discretionary Fiscal Policy*, Stanford, Stanford University.